

---

A Eficiência da Legislação de Insolvências e Recuperação de Empresas em  
Portugal: Estudo Empírico das Empresas em Processo Especial de Revitalização

**Jéssica Rua Guedes**

---

Dissertação

Mestrado em Finanças e Fiscalidade

---

Orientado por

**Professor Doutor Francisco Vitorino Martins**

**Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão**

---

2018

## **Nota biográfica**

Jéssica Rua Guedes nasceu em Genebra, em 1995, mudando-se para o Porto, em 1997. Completou a licenciatura em Economia, pela Universidade do Minho, em 2016. Após completar a licenciatura em Economia, ingressou no Mestrado em Finanças e Fiscalidade, na Faculdade de Economia do Porto. A presente dissertação marca a conclusão da obtenção do grau de mestre.

## **Agradecimentos**

Gostaria de agradecer profundamente ao Professor Francisco Vitorino Martins pelas preciosas contribuições, toda a partilha de conhecimento e dedicação durante este caminho na obtenção do grau de mestre. Gostaria também de agradecer ao Professor Elísio Brandão pela sua orientação e disponibilidade durante esta jornada, bem como a todos os Professores que fizeram parte do meu percurso académico, por toda a sua partilha de conhecimento e experiências.

À minha família e amigos, o meu profundo agradecimento por todo carinho, apoio e motivação constantes, essenciais para a conclusão de todas as fases do meu percurso académico e pessoal.

## Resumo

Esta dissertação tem como objetivo fornecer a primeira descrição detalhada das empresas que enveredaram por uma reestruturação de dívida, via Processo Especial de Revitalização (PER), em Portugal, através de um conjunto de dados em painel para as empresas que se apresentaram a PER de 2012 a 2015. Concluimos que o PER permite que empresas não viáveis continuem as suas operações, através da análise do resultado do PER (sucesso ou insucesso) da nossa amostra inicial de 2914 empresas que se apresentaram a PER entre 2012 e 2015. Descobrimos uma percentagem de 57,3% de empresas posteriormente declaradas insolventes e 9% que se submeteram a uma nova reestruturação, o que é revelador de uma grande ineficiência da legislação portuguesa, uma vez que o PER é concebido para revitalizar as empresas, ao invés de ser um estado intermédio para uma nova reestruturação ou declaração de insolvência. Analisamos ainda (i) os fatores que distinguem as empresas saudáveis de empresas em PER e que são, portanto, determinantes da probabilidade de uma empresa saudável entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação; (ii) os fatores que distinguem as empresas em PER de empresas insolventes e que são, portanto, determinantes da probabilidade de uma empresa em dificuldades financeiras ser diretamente filtrada por um processo de insolvência; (iii) os fatores que distinguem as reestruturações bem-sucedidas das mal-sucedidas e que são, portanto, determinantes do sucesso de um plano de recuperação. Encontramos que todas estas probabilidades são afetadas por fatores como características específicas ao nível da empresa (dimensão e setor de atividade a que pertencem), variáveis contabilísticas (gastos com pessoal, meios financeiros líquidos e créditos fiscais), rácios económico-financeiros (atividade, rentabilidade, alavancagem financeira e liquidez, inclusive os rácios que incluem CF), a internacionalização e ainda variáveis macroeconómicas. Este estudo assume particular relevância, sendo totalmente inovador, ajudando a garantir que os perfis das empresas que passam pelo PER não sejam mais os de empresas que acabam por ser declaradas insolventes, implementando um maior filtro nas empresas que admitem ao processo. Outro uso potencial é dado aos credores da empresa, uma vez que são estes quem toma a decisão de aprovação do plano, para aferir com maior certeza a viabilidade da mesma, ou se a passagem pelo PER não será só uma perda de tempo e consequentemente recursos.

**Palavras-chave:** PER, CIRE, reestruturação, insolvência, função de filtragem

## **Abstract**

This dissertation aims to provide the first detailed description of the companies that undertook a debt restructuring, through the Special Revitalization Process (PER) in Portugal, over a data panel set for the companies that presented the PER of 2012 to 2015. We conclude that PER allows non-viable companies to continue their operations by analyzing the result of PER (success or failure) considering the initial sample of 2914 companies that submitted went through this revitalization process between 2012 and 2015. We find that 57.3% of companies was subsequently declared insolvent and 9% that underwent a new restructuring, which reveals a great inefficiency from the Portuguese legislation perspective, since the PER is designed to revitalize the companies, instead of being intermediate state for a new restructuring or declaration of insolvency. We also analyze (i) the variables that distinguish healthy companies from companies in PER and which are therefore determinants of the potential of a healthy company going into financial difficulties the need of evolving in a restructuring process; (ii) the factors that distinguish companies in PER from insolvent companies and which are therefore determinants of the likelihood of a company in financial difficulty being directly leaked through insolvency proceedings; (iii) the factors that distinguish successful restructurings from unsuccessful ones and which are determinants for the success of a recovery plan. We find that all these probabilities are affected by factors such as specific characteristics at the company level (size and sector of activity to which they belong), accounting variables (personnel expenses, cash and tax credits), economic and financial ratios (activity, profitability, financial leverage and liquidity, including ratios including CF), internationalization and macroeconomic variables. This study assumes particular relevance, being totally innovative, helping to ensure that the profiles of companies that pass through the PER process are no longer those companies that end up being declared insolvent, implementing a greater filter in the companies that are taking part into this process. Another potential use is given to the creditors of the company, since they are the ones who make the decision to approve the plan, to check with greater certainty the feasibility of the same, or if taking part into the PER process is not only a waste of time and consequently a waste of valuable resources.

**Keywords:** PER, CIRE, restructuring, insolvency, filtering failure

## Índice

<b>1. Introdução.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Revisão de literatura.....</b>	<b>4</b>
2.1. Os objetivos da legislação de insolvências.....	4
2.2. Desempenho das empresas pós-reorganização .....	9
2.3. Processo de Rutura Financeira .....	12
2.3.1. Definição de Conceitos.....	12
2.3.1.1. Critérios para a definição de Insolvência .....	14
2.3.1.2. O critério da lei portuguesa.....	14
2.3.2. Fases do Processo .....	16
2.4. Regulamentação do PER.....	19
2.4.1. Finalidade .....	20
2.4.2. Pressupostos/Condições de Acesso .....	23
2.4.2.1. Subjetivos.....	23
2.4.2.2. Objetivos .....	24
2.4.3. Efeitos da nomeação de Administrador Judicial Provisório (AJP) .....	30
2.4.3.1. Efeito <i>Standstill</i> .....	30
2.4.3.2. Restrição na administração dos bens do devedor .....	31
2.4.4. O insucesso do PER.....	32
2.5. Tomada de decisão e interesses associados.....	34
<b>3. Metodologia .....</b>	<b>37</b>
3.1. Dados e Amostra .....	40
3.2. Hipóteses, Variáveis e Resultados Esperados .....	42
3.2.1. Hipóteses.....	43
3.2.2. Variáveis e Resultados Esperados .....	52
<b>4. Resultados.....</b>	<b>55</b>
4.1. O desempenho das empresas pós-PER – Resultados Univariados.....	55
4.1.1. Resultado pós-homologação do plano de recuperação.....	55
4.1.2. Medidas de desempenho.....	59
4.1.2.1. Comparação do desempenho de empresas em PER, saudáveis e insolventes.....	60
4.1.2.2. Determinantes do sucesso do PER .....	68
4.2. Resultados Empíricos .....	73
4.2.1. O que leva as empresas a enveredar por uma reestruturação? .....	73
4.2.2. O que distingue empresas em PER de empresas insolventes? .....	77
4.2.3. O que determina o (in)sucesso de um plano de recuperação?.....	81
<b>5. Conclusões .....</b>	<b>84</b>
<b>Apêndice .....</b>	<b>89</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>91</b>
<b>Anexo 1.....</b>	<b>97</b>
<b>Anexo 2 .....</b>	<b>98</b>

## Índice de Figuras

<b>Figura 1</b>	Diagrama do processo de rutura financeira.....	16
<b>Figura 2</b>	Diagrama do resultado do PER (recuperação, nova reestruturação de dívida ou insolvência).....	56
<b>Figura 3</b>	Classificação das três amostras em função da secção da CAE.....	61
<b>Figura 4</b>	Classificação das três amostras em função da sua natureza jurídica.....	61
<b>Figura 5</b>	Classificação das três amostras em função da sua atividade internacional .....	62
<b>Figura 6</b>	Classificação das três amostras em função da nossa variável <i>dummy</i> alto endividamento.....	67
<b>Figura 7</b>	Classificação das duas amostras em função da secção da CAE .....	69
<b>Figura 8</b>	Classificação das duas amostras em função da sua natureza jurídica .....	70
<b>Figura 9</b>	Classificação das três amostras em função da sua atividade internacional .....	70

## Índice de Tabelas

<b>Tabela 1</b>	Definição das variáveis e sinais esperados.....	52
<b>Tabela 2</b>	Estatísticas descritivas (Saudáveis <i>vs</i> PER <i>vs</i> Insolventes) .....	63
<b>Tabela 3</b>	Estatísticas descritivas (PER bem-sucedido <i>vs</i> PER mal-sucedido).....	71
<b>Tabela 4</b>	Determinantes da probabilidade de uma empresa saudável se apresentar a PER .....	73
<b>Tabela 5</b>	Determinantes da probabilidade de uma empresa em dificuldades financeiras ser diretamente filtrada por um processo de insolvência.....	77
<b>Tabela 6</b>	Determinantes do sucesso de um plano de recuperação.....	82
<b>Tabela 7</b>	Definição das variáveis testadas .....	89



## Lista de Abreviaturas

AF – Autonomia financeira

AJP – Administrador Judicial Provisório

BCE – Banco Central Europeu

CE – Comissão Europeia

CFF – *Cash-Flow* de Financiamento

CFO – *Cash-Flow* Operacional

CIRE – Código de Insolvências e Recuperação de Empresas

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DL – Decreto-Lei

EBIT – Resultado antes de juros e impostos (*Earnings before interest and tax*)

EBITDA – Resultado antes de juros, impostos, depreciações e amortizações (*Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*)

EUA – Estados Unidos da América

FMI – Fundo Monetário Internacional

GAO – Grau de alavancagem operacional

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

ISS – Instituto da Segurança Social

m.€ – milhares de euros

MFL – Meios financeiros líquidos

PER – Processo Especial de Revitalização

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e Médias Empresas

ROA – Rentabilidade líquida do ativo (*Return of asset*)

ROE – Rentabilidade do capital próprio (*Return of equity*)

SIREVE – Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial

TMP – Tempo Médio de Pagamento

VN – Volume de Negócios

## 1. Introdução

Nos últimos 30 anos, tem crescido bastante o número de estudos sobre insolvências<sup>1</sup> que se têm preocupado com a eficiência dos sistemas judiciais. Conforme demonstrado por Triantis (1997), os méritos de qualquer sistema de insolvência são determinados pela sua efetividade na correção das ineficiências do mercado, sinalizadas pela rutura financeira dos devedores. Segundo o autor, o objetivo da legislação é melhorar o valor dos ativos da empresa, realocando-os quando necessário, em vez de os preservar. No mesmo sentido, de acordo com Hart (2006), são fornecidas três alternativas às empresas em dificuldades financeiras: reorganização, recuperação da atividade por parte de outra entidade e liquidação, devendo ser escolhida a alternativa que gera maior valor.

Posto isto, um aspeto bastante importante nesta área de pesquisa é a capacidade dos sistemas de insolvência em filtrar as empresas que admite aos diferentes processos judiciais disponíveis (recuperação versus liquidação). Por outras palavras, um sistema eficiente permite que empresas economicamente viáveis reestruturem a sua dívida por forma a manterem-se no mercado e encaminha empresas economicamente não viáveis para a liquidação, desempenhando um papel na regulação e limpeza do tecido económico.

O memorando de entendimento que, para receber auxílio financeiro, Portugal teve de celebrar com o BCE, a CE e o FMI, previu a implementação de mecanismos legais de reestruturação voluntária de empresas e particulares. O objetivo fundamental consistia em permitir a recuperação de devedores economicamente viáveis numa fase pré-insolvencial, em oposição ao regime até então vigente onde não existia qualquer alternativa à insolvência. É neste contexto que, em Fevereiro de 2012, na tentativa de preservar o tecido empresarial português, foi lançado o *Programa Revitalizar*<sup>2</sup> e, com ele, dois mecanismos de adesão voluntária com vista à obtenção de acordos entre os credores e o devedor, para reabilitação deste: o SIREVE<sup>3</sup>, que não será objeto do presente estudo, e o Processo Especial de Revitalização (doravante PER), sobre o qual nos debruçaremos. A presente dissertação terá

---

<sup>1</sup> Cuyo termo utilizado na maior parte dos mesmos é falência – ver ponto 2.3.1 para mais detalhes.

<sup>2</sup> Res. Do CM n.º 11/2012 de 3.2.2012. Esta iniciativa teve o propósito de otimizar o enquadramento legal, tributário e financeiro em que o tecido empresarial desenvolve a sua atividade, de modo a encorajar projetos empresariais operacionalmente viáveis, mas em que a componente financeira se encontra desajustada ao modelo de negócio e ao atual condicionalismo económico-financeiro geral.

<sup>3</sup> Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial, criado pelo Decreto-Lei n.º 178/2012, de 3 de Agosto, que revogou e substituiu o anterior Procedimento Extrajudicial de Conciliação (Instituído pelo Decreto-Lei n.º 316/98, de 20 de Outubro, e alterado pelo Decreto-Lei n.º 201/2004, de 18 de Agosto).

como principal objetivo avaliar a eficiência da legislação portuguesa, nomeadamente no que respeita às suas propriedades de filtragem, nas empresas que admite a PER (à reestruturação) como opção alternativa à insolvência. Dado que o objetivo da legislação portuguesa em matéria de insolvências, após 2012, passa por promover, sempre que possível, a reestruturação da empresa, como alternativa à liquidação, podemos questionar-nos se o Código de Insolvências e Recuperação de Empresas (doravante CIRE) não poderá promover, por defeito, a recuperação de empresas não-viáveis. Para além deste erro de seleção que acreditamos ser inerente à natureza do nosso sistema falência, acreditamos ainda que, existe uma série de lapsos legislativos na regulamentação do PER, que agrava ainda mais o incentivo à recuperação de empresas não-viáveis. Esta é a principal motivação para a realização deste estudo.

Face ao exposto, a legislação portuguesa apresenta um quadro de análise interessante e original em matéria de insolvências e recuperação de empresas, sobre o qual poucos estudos se debruçaram, nomeadamente no que respeita à eficiência da lei. Os poucos estudos existentes sobre esta matéria, que sejam do nosso conhecimento, são meramente teóricos e descritivos, pelo que o principal objetivo desta dissertação é preencher essa lacuna através da realização de um estudo empírico sobre a reorganização judicial de empresas em dificuldades financeiras no contexto português. Assim, pretende-se analisar a eficiência *ex-post* do instrumento de recuperação que é o PER (sucesso *versus* insucesso) e ainda a estimação de uma regressão, que permita aos credores e aos tribunais numa fase *ex-ante*, tomarem melhores decisões quanto aos planos de recuperação que aprovam e homologam, respetivamente, através da previsão do insucesso do plano. Para completar esta análise pretende-se ainda a estimação de regressões logísticas que permitam às empresas em dificuldades financeiras prever uma reestruturação de dívida, via PER, ou a sua declaração de insolvência direta, sem antes enveredarem por uma reestruturação. Tendo em conta a problemática, é possível formular as seguintes questões de pesquisa:

1. O PER permite que as empresas não viáveis continuem as suas operações?
2. Existem diferenças ao nível de características específicas da empresa e rácios económico-financeiros entre empresas em PER, empresas em processo de insolvência e empresas saudáveis?
3. Quais são as variáveis que determinam o "sucesso" ou o "fracasso" da empresa após a reestruturação?

A presente dissertação está dividida da seguinte forma: na secção 2 é apresentada a revisão de literatura; na secção 3 é apresentada a metodologia utilizada, nomeadamente os dados, a amostra, hipóteses e resultados esperados; na secção 4 são apresentados os resultados univariados e multivariados.

## 2. Revisão de literatura

A revisão de literatura foi dividida em várias secções: Os objetivos da legislação de insolvências, especificamente dos processos de reorganização e liquidação; a avaliação da eficiência da lei através do desempenho das empresas pós-reorganização e a explicação do processo de rutura financeira. Neste capítulo também apresentamos a regulamentação do PER, bem com os lapsos legislativos que permitem o seu uso abusivo e/ou incorreto.

### 2.1. Os objetivos da legislação de insolvências

No que respeita aos objetivos da legislação de insolvências existem duas abordagens diferentes sobre o tema: a dos *free marketers* (1) e a dos tradicionalistas (2). Podemos considerar que a primeira abordagem se centra exclusivamente na maximização do valor da empresa, enquanto que a segunda abordagem inclui objetivos económicos e não económicos.

#### (1) Abordagem dos *free marketers*

De acordo com a abordagem dos *free marketers*, a lei de insolvências deve cumprir 3 objetivos: (a) eficiência *ex-post*; (b) eficiência *ex-ante*; e (c) função de filtragem.

##### (a) Eficiência *ex-post*

Em primeiro lugar, uma boa legislação em matéria de insolvências deve fornecer um resultado eficiente *ex-post*, ou seja, deve maximizar o valor total disponível para ser dividido pelos diferentes credores. Desta forma, uma empresa deve sofrer uma reestruturação, deve ser vendida e incorporada por outra entidade ou encerrada com a liquidação de todos os seus ativos, de acordo com qual dessas alternativas gera o maior valor total (Hart, 2006). Especificamente, Bebchuk (1998) identifica dois elementos desse objetivo, no caso de a opção que gera o maior valor ser a reestruturação. Por um lado, é desejável que seja dissipado o menor valor possível durante o processo de reestruturação e por outro lado, quando o processo termina, os ativos da empresa devem ser realocados ao seu uso mais valorizado.

Em segundo lugar, uma legislação eficiente deve ainda assegurar uma divisão ótima *ex-post* do valor total, que terá importantes consequências *ex-ante* em incentivos e comportamentos. Particularmente, uma questão básica do desenho da legislação de insolvências diz respeito ao valor dever ser dividido de acordo com a regra de prioridade absoluta. Ou seja, os credores comuns (não garantidos) não podem ser reembolsados antes dos credores com garantias terem sido integralmente pagos e os acionistas são os últimos na distribuição dos recursos. No entanto, alguns autores referem que alguma parcela do valor

deve ser reservada para os acionistas, em caso de liquidação. Caso contrário, os acionistas terão um incentivo para evitar a liquidação e a declaração de insolvência a todo o custo, através inclusive da realização de investimentos de alto risco e atrasando o máximo que conseguirem a sua apresentação à insolvência (Hart, 2006) (White, 1984).

(b) Eficiência *ex-ante*

O segundo objetivo da legislação tem que ver essencialmente com fornecer os incentivos adequados aos devedores numa fase *ex-ante*, antes da entrada em qualquer processo de insolvência. Na análise desta fase *ex-ante*, existem autores que focam as suas pesquisas nas causas que levam a empresa a ser declarada insolvente, como por exemplo Franks e Torous (1989). Durante este período, as variáveis explicativas são os investimentos realizados um ano antes de entrar no processo de falência, a contração de dívida e ainda variações na estrutura de capital. No entanto, são analisadas outras causas, que podem ser definidas como intangíveis: por exemplo, um sistema de falência eficiente *ex-ante* deve ser capaz de evitar que gestores sem perspectivas viáveis realizem empréstimos e investimentos de risco. Por outras palavras, a legislação deve preservar o papel vinculativo da dívida, penalizando os gestores e acionistas em caso de rutura financeira e insolvência. Isto, porque se o processo de insolvência não penalizar os administradores, a dívida deixaria de ter o seu papel vinculativo: a administração não teria qualquer incentivo em pagar as suas dívidas, uma vez que nada tem a perder com a insolvência da empresa (Aghion *et al.*, 1992).

(c) Função de filtragem

Por fim, o terceiro objetivo que a legislação deve promover, diz respeito ao seu papel de filtragem nas empresas em dificuldades financeiras que admite aos diferentes processos: a legislação deverá promover a reorganização de empresas economicamente viáveis e a liquidação e encerramento de empresas não economicamente viáveis. Conforme já debatido anteriormente, pode ser bastante difícil atingir simultaneamente este objetivo: uma legislação que promove a reorganização de empresas viáveis também é suscetível de salvar empresas não viáveis, bem como uma legislação que promove a liquidação de empresas não viáveis também é suscetível de eliminar empresas viáveis. White (1994b), (1994a) e Fisher e Martel (1995) definem os dois tipos de erro que podem ocorrer num processo de rutura financeira. Sob a hipótese nula de que uma empresa inserida num processo de insolvência não é viável, ocorre um erro de Tipo I quando uma empresa não viável é admitida a um processo de reorganização e, ocorre um erro de Tipo II quando uma empresa viável é encerrada e

liquidadada. Qualquer um dos tipos de erro representa uma falha de filtragem do sistema de falência.

O tratamento legal da insolvência difere bastante de um país para o outro, de acordo com a sua tradição legal e de acordo com o seu contexto económico e político. Os códigos de insolvência podem ser distinguidos como orientados para o credor, em que é redobrada a proteção para o lado dos credores, aos quais Ravid e Sundgren (1998) apelidam também de *liquidation-oriented (creditor-oriented)*. Como a designação indica, incentiva mais facilmente à liquidação da empresa mesmo que a opção mais correta passe pela reorganização. Por sua vez, o outro tipo é o código orientado para o devedor (*debtor-oriented*) incentivando à reorganização da empresa e no qual os devedores assumem o controlo da mesma em situação de dificuldades financeiras. Neste contexto, podemos questionar se a probabilidade de ocorrência de erros tipo I e II não agrava, devido aos erros de seleção inerentes a qualquer sistema de falência. Isto porque, um sistema pró-devedor, que favorece a recuperação de empresas viáveis, leva inevitavelmente à recuperação de empresas não viáveis (erro de seleção Tipo I) e um sistema pró-credor, que favorece a eliminação de empresas não viáveis, inevitavelmente leva à eliminação de empresas viáveis (erro de seleção Tipo II)<sup>4</sup>. Dado que o objetivo da legislação portuguesa em matéria de insolvências, após 2012, passa por promover, sempre que possível, a reestruturação da empresa, como alternativa à liquidação, podemos concluir que o CIRE é um código orientado para o devedor<sup>5</sup> e, por defeito, poderá promover a recuperação de empresas não-viáveis. No entanto, se o objetivo da legislação portuguesa, em matéria de insolvência é salvaguardar a empresa, deve-se notar que as estatísticas nos mostram uma realidade bastante diferente. As estatísticas desde 2012 indicam que, em média, há quase 17 000 insolvências por ano, apesar do seu decréscimo ao longo dos anos<sup>6</sup>. Além disso, entre 2012 e 2017, os processos de insolvência representam em média cerca de 92% na totalidade dos 2 processos judiciais disponíveis (PER + Insolvência), o que é surpreendente para uma lei cujo principal objetivo é a manutenção da atividade e do emprego.

---

<sup>4</sup> White (1989; 1994a, 1994b), Mooradian (1994), Fisher e Martel (2004; 1995).

<sup>5</sup> No entanto, o facto de serem os credores a ter a última palavra, e de serem impostas restrições à administração por parte do devedor, conforme aludiremos mais adiante, impede-nos de concluir que o código português é totalmente orientado para o devedor.

<sup>6</sup> Fonte: Infotrust – Informação para negócios, Lda. Ver anexo 1 para mais detalhes.

Mooradian (1994) e White (1994b) analisaram o *Chapter 11*<sup>7</sup> como um mecanismo de triagem e desenvolveram modelos teóricos para avaliar a eficiência económica dos processos de falência dos EUA. A principal conclusão de White (1994b) é que a presença de informação assimétrica, entre o devedor e os credores, pode dar origem a falhas de filtragem. Ou seja, a falha de filtragem ocorre porque os gestores de empresas eficientes beneficiam em transparecer que a empresa é ineficiente, uma vez que permite que os credores aceitem uma compensação menor do que aquela que aceitariam caso soubessem que a empresa era eficiente. Da mesma forma que gestores de empresas ineficientes beneficiam em transparecer para os credores que a empresa é eficiente, com o objetivo de terem a aprovação dos mesmos num plano de reestruturação. Martel (1995; 2003) propõe um modelo de reorganização financeira, na presença de informações assimétricas, no qual as empresas usam a estrutura do contrato de reestruturação, para transmitir informações aos credores não garantidos e não informados, sobre a sua própria viabilidade. Em particular, através da divisão entre pagamentos no curto prazo e pagamentos deferidos para o longo prazo. Além disso, o autor apresenta evidências empíricas consistentes com as previsões do modelo. Com base num conjunto de dados de 393 processos de reorganização no Canadá, o autor mostra que a probabilidade de sucesso de uma reorganização aumenta com a proporção de pagamentos de curto prazo (3 a 6 meses) aos credores não garantidos, o que é consistente com o papel informativo desempenhado pela estrutura do contrato de reorganização. Também a probabilidade de aprovação de um plano pelos credores não garantidos aumenta com a proporção de pagamentos no primeiro mês e com a sua percepção de probabilidade de sucesso da proposta.<sup>8</sup>

Segundo Mooradian (1994), o *Chapter 11* aumenta a eficiência legislativa na medida em que permite que as empresas eficientes renegociem com os credores e continuem no mercado, onde, caso esta opção não existisse, seriam liquidadas. No entanto, o *Chapter 11*

---

<sup>7</sup> No caso dos Estados Unidos, o credor e o devedor têm também a opção de entrar no *Chapter 7 (Liquidation)* ou no *Chapter 11 (Reorganization)*. O *Chapter 11* é então, nos EUA, o mecanismo equivalente ao PER, em Portugal.

<sup>8</sup> Usando uma abordagem diferente, Fisher e Martel (1995), através do seu modelo *logit* sobre o voto dos credores (favorável ou não) na reorganização, também produzem dois resultados interessantes. Concluem que um plano que oferece uma elevada percentagem de pagamentos em dinheiro são muito mais propensos de serem aceites pelos credores, o que é interpretado como uma evidência de que o dinheiro é um sinal de viabilidade. Novamente, este resultado é consistente com a visão de que as empresas viáveis podem usar a estrutura dos pagamentos previstos no plano para se separarem de empresas não viáveis, reduzindo assim a probabilidade de serem filtradas pela falência. O segundo resultado a que os autores chegaram foi que planos com elevados rácios de créditos garantidos são mais propensos de serem aceites, o que é interpretado como uma evidência de que os credores com garantias com conhecimento privilegiado (interno) transparecem informações sobre a viabilidade financeira da empresa aos credores não garantidos.



diminui a eficiência legislativa na medida em que empresas economicamente ineficientes se declaram economicamente viáveis para serem admitidas ao processo de reorganização em vez de enveredarem diretamente pelo caminho correto que é a liquidação. A previsão mais importante deste modelo, é que a maior proporção de empresas em dificuldades financeiras no *Chapter 11* são ineficientes. Esta previsão é coincidente com a nossa, sendo a principal motivação para a realização deste estudo, de que a maior proporção de empresas em dificuldades financeiras em PER são inviáveis.

Também Kahl (2001) investiga o papel de filtragem desempenhado pelo *Chapter 11*. O autor sugere que a apresentação ao *Chapter 11* tem um efeito negativo sobre as hipóteses de sobrevivência de uma empresa, leva a um processo mais longo de rutura financeira e permite que empresas um tanto menos viáveis consigam emergir das dificuldades financeiras (erro Tipo I).

Fisher e Martel (2004) foram os primeiros autores a tentar medir empiricamente a falha de filtragem, propondo duas medidas de falha de filtragem num processo de reestruturação. Os autores derivaram uma medida *ex-post* usando os resultados observados para as empresas em processo de reestruturação (se foi bem ou mal-sucedido) e construíram uma medida *ex-ante* através de um modelo econométrico para previsão do resultado do processo de reorganização. Aplicaram ambas as medidas a um conjunto de dados de 303 processos de reestruturação de empresas canadenses e quantificaram a extensão dos erros tipo I e II e portanto, a incidência geral de falha de filtragem nos processos de reorganização canadenses. Ambas as medidas indicaram que a probabilidade de um erro de Tipo I é quatro vezes maior que a probabilidade de um erro de Tipo II, sugerindo, portanto, que o sistema canadense é propenso a permitir que "*muitas empresas*", inclusive ineficientes, reestruem a sua dívida.

## (2) Abordagem tradicionalista

De acordo com a abordagem tradicionalista, conforme já referido, a legislação deve prosseguir simultaneamente, objetivos económicos e não económicos. Especificamente, a lei deve desempenhar um papel social e proteger mesmo as partes não credoras da empresa e que podem ser afetadas, ou seja, funcionários, governo, fornecedores, etc. – levando em consideração outras preocupações que não o reembolso dos credores, tais como perdas de postos de trabalho, danos ambientais, direitos de pensão dos reformados e assim por diante. A lei portuguesa de insolvências e recuperação de empresas atribui efetivamente alguma importância à dimensão social, sendo que a preservação do emprego constitui um dos

objetivos da introdução de instrumentos de recuperação no normativo português. Broude (1994) é um dos defensores desta abordagem, considerando que os sistemas de insolvências não podem ser considerados isoladamente, mas devem ser abordados num contexto mais amplo, levando em consideração, por exemplo, preocupações sociais, ambientais e económicas. O autor defende que o *Chapter 11* poderia ser usado para lidar com uma série de consequências de dificuldades financeiras como desemprego, perda de direitos de pensão, limpeza ambiental, etc. Fisher e Martel (1999) são completamente desacordo, tendo a opinião de que a lei de insolvências deve ter como objetivo encontrar uma solução eficiente para as dificuldades financeiras, seja através da liquidação ou da reorganização das atividades de um devedor, não devendo ser usada para resolver problemas que possam ser tratados com mais eficácia por outras leis. Em geral, defendem que o uso da lei de falências para lidar com problemas que não estão diretamente relacionados à dificuldade financeira simplesmente cria incentivos às diferentes partes envolvidas para usar a lei tendo em vista os seus próprios interesses e não os interesses de todos os credores. Além disso, concordam com Aghion *et al.* (1992), que sugerem que a legislação deve penalizar os gestores de forma adequada pela rutura financeira da empresa.

## **2.2. Desempenho das empresas pós-reorganização**

Uma forma de avaliar o sucesso ou eficiência da reestruturação é medir até que ponto o desempenho da empresa melhorou. Uma vasta literatura mostra várias maneiras através das quais se pode medir o desempenho pós-reorganização.

Muitos estudos investigam se a empresa reorganizada permaneceu fora dos procedimentos legais de falência após a confirmação do plano de recuperação dentro de um determinado período de tempo. Lopucki e Whitford (1992) realizaram um estudo empírico, envolvendo empresas cotadas e relataram que 32% dos casos da amostra entraram com outro pedido de falência dentro de quatro anos. Hotchkiss (1995) analisa 197 empresas que emergiram como empresas cotadas do *Chapter 11* em 1989. O autor conclui que 32% da amostra se reestruturou depois de sair do *Chapter 11*, seja particularmente (36,5%), seja através de um segundo pedido de reorganização através do *Chapter 11* (55,5%) ou através de uma liquidação extrajudicial (8%). Gilson (1997) analisa 108 empresas cotadas que renegociaram com seus credores durante o período de 1980 a 1989, seja sob o *Chapter 11* ou reestruturando a sua dívida extrajudicialmente. O autor conclui que mais de 25% das empresas da amostra têm que declarar falência ou reestruturar a sua dívida uma segunda vez.

Denis e Rodgers (2007) analisam o resultado pós-reorganização de 141 empresas que passaram pelo *Chapter 11* no período 1985-1994 e encontraram resultados mais otimistas: 5% das empresas reorganizadas passam por uma reestruturação em dificuldades, 12,1% voltam a apresentar-se ao *Chapter 11* e 2,8% acabam em liquidação até o final do terceiro ano completo após a reorganização. Iremos também realizar o mesmo tipo de análise, ou seja, do resultado pós homologação do plano de recuperação no ponto 4.1.1.

Muitos estudos analisam variáveis contábilísticas e características específicas das empresas para identificar melhorias no desempenho da empresa após a reorganização. Hotchkiss (1995) analisa o desempenho operacional pós-reorganização e o desempenho ajustado pela indústria. O autor conclui que mais de 40% das empresas que estão em processo de reorganização continuam a registrar perdas operacionais nos três anos seguintes à entrada no processo. Para além disso, o autor relata que para todos os anos após a entrada no processo de reorganização, a margem operacional e a rentabilidade dos ativos das empresas permanecem significativamente menores do que os da indústria. As regressões logísticas do estudo do autor permitiram-lhe concluir ainda que manter a mesma gestão está fortemente relacionado com um pior desempenho pós-reorganização e que empresas maiores estão associadas a uma menor probabilidade de reportar um lucro operacional negativo. Kahl (2001) conclui que o desempenho operacional pós rutura financeira das empresas que evitam o *Chapter 11* é tipicamente melhor do que o desempenho pós-*Chapter 11*. Denis e Rodgers (2007) também analisam o impacto de características operacionais e financeiras no desempenho da empresa após a reorganização, bem como no desempenho ajustado pela indústria. Os autores descobriram que 61% das empresas reorganizadas atingem uma margem operacional positiva em pelo menos um dos três anos seguintes à sua saída do *Chapter 11*, enquanto 52,5% o fazem em pelo menos dois dos três anos. Quando comparadas com o desempenho da indústria, os autores constataam que 44% das empresas reorganizadas atingem um desempenho operacional maior em pelo menos um ano dos três anos após emergirem e apenas 28,4% atingem um desempenho operacional maior em pelo menos dois desses anos. Os resultados deste estudo mostram ainda que empresas maiores têm maior probabilidade de sobreviver três anos após a reorganização do que as empresas menores. Finalmente os autores concluem que uma empresa reorganizada tem maior probabilidade de sobreviver e alcançar um desempenho operacional positivo futuro pós-*Chapter 11* se teve um desempenho operacional ajustado pela indústria positivo antes da entrada no *Chapter 11* e teve sucesso na melhoria desse desempenho.

Outra variável contábilística considerada pelos autores para a análise do desempenho financeiro é se a empresa emerge da reorganização com menos dívidas. Lopucki e Whitford (1992) calculam rácios de dívida para 26 devedores através das primeiras demonstrações financeiras pós-homologação do plano de recuperação e calculam um rácio de referência para cada uma das empresas com base no seu tamanho e indústria. Eles concluem que o rácio de endividamento excede o rácio de referência para 76% das empresas estudadas. Gilson (1997) também revela no seu estudo que a alavancagem permanece alta após a reorganização através do *Chapter 11* e, em geral, as empresas da amostra acabam mais alavancadas do que antes de entrarem em rutura financeira. Segundo a autora, cerca de 70% das empresas da amostra têm um rácio de alavancagem pós-reorganização que excede a mediana do setor.

Outros estudos analisam o desempenho pós-reorganização através dos CF das empresas. Entre os primeiros, Hotchkiss (1995) mede se a empresa atende às projeções de fluxo de caixa do momento da entrada no processo de reorganização para 72 empresas. Os resultados mostram que o desvio percentual médio do desempenho real para o projetado, em cada ano, é negativo e significativamente diferente de zero. Alderson e Betker (1999) examinam os CF para uma amostra de 89 empresas que emergiram da reorganização do *Chapter 11* entre 1983 e 1993. As autoras avaliam o fluxo de caixa total para cada empresa por até cinco anos após o ano de confirmação do plano. Em seguida, comparam a taxa de rentabilidade obtida pelos investidores que investem apenas na empresa que emergiu do *Chapter 11* com a taxa de rentabilidade de carteiras de referência e descobrem que pelo menos metade das empresas da amostra atingem rentabilidades superiores às das carteiras de referência. Descobrem ainda que as empresas que se submetem a uma segunda reestruturação ou são adquiridas são melhor sucedidas.

Para um período mais recente, Altman *et al.* (2009) usa o seu modelo de previsão de falências z-score, para avaliar a saúde futura de duas amostras do *Chapter 11*. A primeira amostra inclui 45 empresas que emergiram do *Chapter 11* entre 1993 e 2003 e que evitaram uma subsequente reestruturação, enquanto a segunda amostra inclui 41 empresas que emergiram do *Chapter 11* entre 1993 e 2006 e entraram novamente em processo de reorganização. O estudo revela que as empresas que se reestruturaram pela segunda vez emergiram significativamente menos lucrativas e com um rácio de alavancagem significativamente maior.

### 2.3. Processo de Rutura Financeira

Nesta secção iremos definir e clarificar alguns conceitos tais como rutura financeira, rutura de tesouraria e insolvência *vs* falência, dada a sua importância para o conteúdo da presente dissertação. Iremos ainda abordar as fases do processo de rutura financeira, bem como a tomada de decisão entre os diferentes processos e os interesses que lhes estão diretamente associados.

#### 2.3.1. Definição de Conceitos

Antes de mais, importa aqui uma clarificação de conceitos no que respeita à temática da rutura financeira, na medida em que diversos são os termos que se utilizam neste âmbito e dos quais pode surgir alguma confusão; são estes: rutura financeira, rutura de tesouraria, insolvência e falência.

O termo rutura financeira<sup>9</sup> é habitualmente utilizado quando se pretende referir a uma situação de incumprimento para com os credores, ou quando tal cumprimento dos compromissos assumidos é feito com bastante dificuldade, o que pode levar ou não à insolvência ou devedor, nos termos em que Brealey *et al.* (2012) o definem.<sup>10</sup> De acordo com estes autores, a situação de rutura financeira pode significar estar apenas numa situação de risco, sem que dessa situação advenham consequências mais gravosas, como a insolvência. Sendo assim, percebe-se que uma situação de rutura financeira que, no limite, levará a uma situação de insolvência, é alcançada quando os ativos líquidos deixam de ser suficientes para a empresa suportar as obrigações que assumiu, tais como o financiamento, as dívidas aos fornecedores, bem como salários dos trabalhadores. Por outras palavras, quando a empresa deixa de gerar *cash-flows* suficientes de forma a honrar os seus compromissos, de forma permanente.

Importa distinguir este tipo de rutura de outro que se afigura de natureza temporária que é o de rutura de tesouraria, ou falta de liquidez. Esta situação ocorre quando a empresa deixa de gerar *cash-flows* operacionais suficientes para satisfazer o seu passivo exigível a curto-prazo e/ou tem necessidade de financiamento a curto-prazo, ao qual, por sua vez, não tem acesso. Esta situação de dificuldade de financiamento das operações, a manter-se, poderá conduzir a empresa para uma situação de rutura financeira.

---

<sup>9</sup> Cujo termo anglo-saxónico é *financial distress*

<sup>10</sup> “*Financial distress occurs when promises to creditors are broken or honored with difficulty. Sometimes financial distress leads to bankruptcy. Sometimes it only means skating on thin ice.*”

Uma importante distinção que precisa também de ser tida em conta é a de falência versus insolvência. Recorrendo à literatura internacional, apercebemo-nos rapidamente que a maior parte dos autores<sup>11</sup> recorre à definição legal de falência, cuja principal razão é o facto de esta fornecer um critério objetivo que permite aos autores facilmente identificar a população de empresas a analisar. O termo falência<sup>12</sup> é apontado por Brealey *et al.* (2012) como um mecanismo legal disponível aos credores quando a empresa entra em incumprimento. De acordo com White (1989), a falência traduz-se no mecanismo legal através do qual as empresas ineficientes, e cujos recursos podem ser melhor utilizados noutra atividade, são muitas vezes eliminadas no mercado<sup>13</sup>. No que respeita ao termo insolvência, a maior parte dos autores também recorre à definição legal, Charitou *et al.* (2004) baseia-se no *UK Insolvency Act of 1986*, segundo o qual uma empresa é considerada insolvente se o valor dos seus ativos não é suficiente para cobrir as suas dívidas (i.e. se o valor dos ativos é menor que o montante dos passivos) ou é incapaz de pagar as suas dívidas à medida que estas vão vencendo.

Desta forma, podemos, em suma, afirmar que, na literatura anterior, o termo insolvência está relacionado com questões mais contabilísticas e financeiras enquanto o termo falência consiste tem mais que ver com o próprio procedimento legal.

Porém, o presente estudo debruçar-se-á sobre aspetos específicos do caso português, pelo que se torna essencial, distinguir também estes dois conceitos, à luz da legislação portuguesa. Esta distinção encontra-se explícita no número 7 do DL n.º 53/2004: “*A insolvência não se confunde com a falência, tal como atualmente entendida, dado que a impossibilidade de cumprir obrigações vencidas, em que a primeira noção fundamentalmente consiste, não implica a inviabilidade económica da empresa ou a irrecuperabilidade financeira postuladas pela segunda*”.

Para além da aprovação do CIRE, o DL n.º 53/2004, de 18 de março, tinha como propósito a alteração da terminologia utilizada. Assim, procedeu-se à eliminação de todas as referências a “falência” que foram substituídas por “insolvência”<sup>14</sup>. Desta forma, e para ser coerente tanto com a legislação em vigor como com a amostra utilizada, nesta dissertação o termo utilizado será insolvência, exceto na revisão de literatura anterior onde o termo usado pelos autores é o de falência.

---

<sup>11</sup>Topaloglu (2010), Altman e Sabato (2007) e Altman *et al.* (2010) recorrem ao conceito de falência de acordo com o preceituado nos capítulos 7 e 11 do código de falência dos Estados Unidos.

<sup>12</sup> Derivado da palavra inglesa *bankruptcy*.

<sup>13</sup> De acordo com a autora, na transição da economia para o longo-prazo, as empresas ineficientes, empresas que utilizam tecnologias obsoletas e aquelas que produzem produtos para os quais existe demasiada oferta são eliminadas, através do mecanismo legal que é a falência.

<sup>14</sup> N.º 50 do DL n.º 53/2004.

#### 2.3.1.1. Critérios para a definição de Insolvência

Conforme já exposto, sumariamente, faz sentido afirmar que ser insolvente têm implícita uma incapacidade de cumprir as suas obrigações, que tem que ser atestada em determinado momento, através da declaração de insolvência. Segundo Leitão (2017), tal atestação pressupõe uma avaliação complexa que pode ser realizada através de dois critérios principais:

- a) O critério do fluxo de caixa (*cash-flow*);
- b) O critério do balanço ou do ativo patrimonial (*balance sheet* ou *asset*);

Segundo o autor, sob o critério do fluxo de caixa, “*o devedor é insolvente logo que se torna incapaz, por ausência de liquidez suficiente, de pagar as suas dívidas no momento em que estas se vencem.*” Note-se que, sob este critério, a situação de rutura de tesouraria (ou falta de liquidez) é condição suficiente para a classificação do devedor como insolvente. Assim, sob este critério, “*o facto de o seu ativo ser superior ao passivo é irrelevante, já que insolvência ocorre logo que se verifica a impossibilidade de pagar as dívidas que surgem regularmente na sua atividade.*”

Já no que respeita ao critério do balanço ou do ativo patrimonial, o autor refere que “*a insolvência resulta do facto de os bens do devedor serem insuficientes para cumprimento integral das suas obrigações.*” Sob este critério, o fator decisivo relaciona-se com o facto da totalidade dos bens do devedor se mostrarem insuficientes para cumprimento das suas responsabilidades. Ou seja, com uma situação líquida negativa que se traduz num total do ativo inferior ao total do passivo, independentemente de o devedor conseguir continuar a cumprir as obrigações que vencem no decorrer normal da sua atividade.

#### 2.3.1.2. O critério da lei portuguesa

A decisão de qual definição de insolvência vai ser utilizada na presente dissertação é crucial para a realização da mesma. Neste sentido, irá ser utilizada a definição legal de insolvência que vigora atualmente no ordenamento jurídico português, inspirada no § 17 da *Insolvenzordnung* alemã, e que está expressa no n.º 1 do artigo 3.º do CIRE. Assim, “*é considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas.*” Sendo este o critério principal para a definição da situação de insolvência, observa-se uma adoção do critério do fluxo de caixa, e uma rejeição critério do balanço. E, efetivamente, conforme nos elucida Almeida (1995), a situação líquida negativa implícita no critério do balanço não implica a insolvência do devedor se o recurso ao crédito lhe permitir pagar as suas obrigações. Bem como, uma situação líquida positiva não afastará a insolvência, se se

verificar que a falta de crédito não permite ao devedor superar a falta de liquidez para cumprir as suas obrigações. No entanto, a lei admite em certos casos, a aplicação do critério do balanço, conforme previsto no n.º 2 do mesmo artigo onde “*as pessoas coletivas e os patrimónios autónomos por cujas dívidas nenhuma pessoa singular responda pessoal e ilimitadamente, por forma direta ou indireta, são também considerados insolventes quando o seu passivo seja manifestamente superior ao ativo*”. Ainda assim, conforme Epifânio (2014), estas entidades não deixam de estar sujeitas ao critério geral de definição de insolvência constante do art.º 3º, n.º1, funcionando o critério do balanço constante no art.º 3º, n.º2, como alternativa para facilitar o requerimento de insolvência por parte dos credores destas entidades, que podem ser afetados pela responsabilidade limitada dos seus sócios.

No entanto, o n.º 3 do art.º 3, determina algumas correções a este critério do balanço, nomeadamente: a) *Consideram-se no ativo e no passivo os elementos identificáveis, mesmo que não constantes do balanço, pelo seu justo valor*; b) *Quando o devedor seja titular de uma empresa, a valorização baseia-se numa perspetiva de continuidade ou de liquidação, consoante o que se afigure mais provável, mas em qualquer caso com exclusão da rubrica de trespassse*; e por último c) *Não se incluem no passivo dívidas que apenas hajam de ser pagas à custa de fundos distribuíveis ou do ativo restante depois de satisfeitos ou acautelados os direitos dos demais credores do devedor*. Note-se assim que, para efeitos de insolvência, é permitida a consideração de outros elementos identificáveis, mesmo que não constem do balanço. Para além disso, é ainda admitido, consoante o que seja mais provável, a valorização da empresa, não apenas numa perspetiva de liquidação (*break-up basis*), com a determinação do valor do seu património em caso de liquidação imediata, mas também numa perspetiva de continuidade, com a inclusão do valor *going-concern*, ou seja, a avaliação em termos de mercado da possibilidade de prossecução da atividade da empresa (Leitão, 2017, p. 84).

A definição jurídico-legal, tal como já referido, tem sido a mais utilizada nos estudos de previsão de falência na medida em que permite ser rapidamente identificada e enquadrada temporalmente. Numa linha de continuidade com o desenvolvido, este estudo vai seguir o conceito de insolvência legal, considerando como insolventes as empresas que efetivamente foram declaradas insolventes, de acordo com os critérios da lei portuguesa, com base informação publicada pelo Portal Citius<sup>15</sup>.

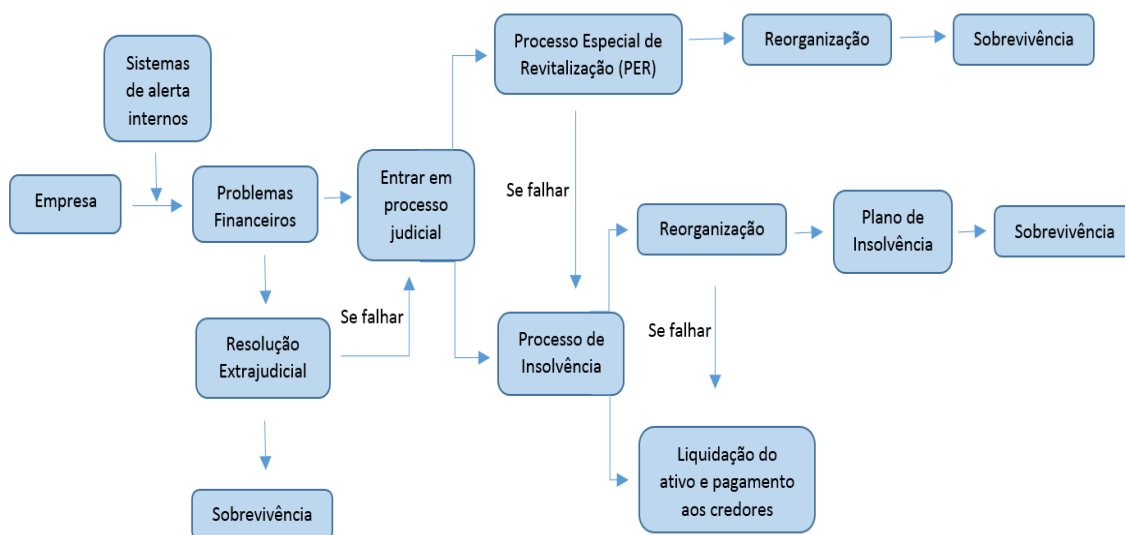
---

<sup>15</sup> Portal de informação do Ministério da Justiça onde são publicados todos os atos relacionados com as insolvências decretadas, bem como com processos especiais de revitalização, entre outras informações. Disponível em: <http://www.citius.mj.pt/portal/>



### 2.3.2. Fases do Processo

Torna-se imperativo fazer uma breve alusão ao processo de rutura financeira, que pode ser observado na Figura 1.



**Figura 1 - Diagrama do processo de rutura financeira**

Fonte: Elaboração do próprio autor, com base em Pedroso (2012).

A ilustração supra, realça desde logo, a necessidade de a empresa ter um sistema de alerta precoce e interno, que deve ser integrado na gestão financeira da empresa. A sua função será alertar os órgãos de gestão e administração da empresa, precocemente, da sua situação financeira e dos eventuais problemas financeiros em que a mesma poderá vir a incorrer num futuro próximo, permitindo-lhe recorrer a mecanismos que os possam prevenir e evitar ainda em tempo útil. Porém, perante a inexistência ou ineficácia deste tipo de sistemas, a empresa entrará em situação de rutura financeira. Perante a entrada da empresa numa situação de dificuldades financeiras, esta tem, desde logo, duas opções viáveis para a resolução dessa mesma situação: a via judicial ou extrajudicial.

A resolução extrajudicial, ou particular, das dificuldades financeiras, acaba por ser sempre a opção preferencial de todos os devedores, por ser a mais rápida, menos onerosa, menos burocrática, e ainda por ser a que menos consequências traz para a empresa a nível de reputação, uma vez que não é um processo público. A questão da reputação acaba por assumir especial relevância no caso português, uma vez que os processos de insolvência, ainda que assumam uma vertente de recuperação da empresa, aparecem ligados a um estigma

social ainda muito vincado na nossa população, sendo entendidos como um fracasso dos seus dirigentes. Mais ainda, o facto de quase 90% das empresas portuguesas que iniciam um processo de insolvência serem liquidadas faz com que estas tendam a recorrer a processos de resolução particulares, contribuindo também desse modo para uma menor eficiência do código português (Freire, 2013). Assim, sempre que é possível a negociação direta entre acionistas e credores, recorrem-se a acordos particulares extrajudiciais. Em Portugal, quando tal negociação direta deixa de ser possível, ou não tem qualquer sucesso, as empresas podem ainda recorrer ao SIREVE, cuja tramitação, acompanhamento e coordenação é realizado por uma entidade administrativa, IAPMEI, I.P.<sup>16</sup> Se esta alternativa for alcançada com sucesso então a sobrevivência da empresa e sua manutenção no mercado estará assegurada; consignando-se o seu insucesso, a empresa terá de recorrer a processos formais públicos, com recurso a tribunais.

Esgotando-se a alternativa do acordo e tentativa de recuperação extrajudicial particular que, como já foi referido, será sempre a alternativa preferencial, a empresa terá de enveredar pela via pública onde, novamente, lhe são apresentadas duas opções: (1) poderá apresentar-se a Processo Especial de Revitalização (PER) que, tal como o SIREVE, é um mecanismo de adesão voluntária com vista à obtenção de acordos entre os credores e o devedor, para reabilitação deste; (2) poderá apresentar-se à insolvência<sup>17</sup> que, conforme Artigo 1º do CIRE é um *“processo de execução universal que tem como finalidade a satisfação dos credores pela forma prevista num plano de insolvência, baseado, nomeadamente, na recuperação da empresa, ou, quando tal não se afigure possível, na liquidação do património do devedor insolvente e a repartição do produto obtido pelos credores”*.

Note-se que o devedor poderá não ter opção de escolha se um dos seus credores requerer a sua insolvência.<sup>18</sup> Estas opções estão presentes em muitos dos códigos de insolvência vigentes noutros ordenamentos jurídicos, nomeadamente na Europa<sup>19</sup>, no entanto, não é

---

<sup>16</sup> O Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação, I.P. (IAPMEI, I.P.) tem por missão promover a inovação e executar políticas de estímulo ao desenvolvimento empresarial, visando o reforço da competitividade e da produtividade das empresas, em especial das de pequena e média dimensão, que exerçam a sua atividade nas áreas sob tutela do Ministério da Economia, com exceção do sector do turismo, nos termos do art.º 3.º do Decreto-Lei n.º 140/2007 de 27 de Abril.

<sup>17</sup> Conforme previsto no artigo 18º do CIRE, *“O devedor deve requerer a declaração da sua insolvência dentro dos 30 dias seguintes à data do conhecimento da situação de insolvência, tal como descrita no n.º 1 do artigo 3.º, ou à data em que devesse conhecê-la.”*

<sup>18</sup> Conforme previsto no artigo 20º do CIRE, *“a declaração de insolvência de um devedor pode ser requerida por quem for legalmente responsável pelas suas dívidas, por qualquer credor, ainda que condicional e qualquer que seja a natureza do seu crédito, ou ainda pelo Ministério Público, em representação das entidades cujos interesses lhe estão legalmente confiados (...)”*

<sup>19</sup> Como é o caso dos acuerdos de refinanciación (Espanha), do Vorbereitung einer Sanierung (Alemanha), schemes of arrangements (Grã-Bretanha), procédures de conciliation (França), accordi di ristrutturazione (Itália), entre outros.

uma situação que se alarga a todos os países. Particularizando o caso dos Estados Unidos, o credor e o devedor têm também a opção de entrar no *Chapter 7 (Liquidation)* ou no *Chapter 11 (Reorganization)*<sup>20</sup>.

Para avaliar as propriedades de filtragem dos sistemas de falência, é necessário perceber o que se sucede em cada uma das fases do processo. Sistemas como o português regulado pelo CIRE, como o código de falência dos EUA podem ser sintetizados em três fases. Primeiramente, os órgãos de gestão e administração de uma empresa com dificuldades financeiras decidem entre reorganização e liquidação, com todos os interesses associados a esta decisão. Em segundo lugar, se a escolha for a reorganização, a empresa apresentará uma proposta de plano de recuperação e os credores votarão sobre a proposta apresentada. Em terceiro lugar, se os credores votarem favoravelmente sobre a proposta e o tribunal homologar o plano, a empresa deverá cumprir os termos definidos no plano, nomeadamente o plano de pagamentos aos credores, para ser dispensada do processo.

Assim, na primeira fase, os gestores de uma empresa não viável podem escolher a reorganização em vez da liquidação (erro tipo I) ou os gestores de uma empresa viável podem escolher a liquidação em vez da reorganização (erro tipo II). Durante o período amostral do nosso estudo (2012-2015), os PER representam em média cerca de 9% relativamente aos processos de insolvência (2012 – 2,4%; 2013 – 5,8%; 2014 - 8,3%; 2015 - 13%)<sup>21</sup>. A baixa percentagem de processos de recuperação relativamente aos processos de insolvência, dado que os devedores numa primeira fase têm a opção de escolha entre reorganização e liquidação, pode indiciar que o sistema português exibe boas propriedades de triagem nesta fase do processo. No entanto, não é de todo essa a nossa intuição, mas sim que os devedores usam de forma abusiva o PER, nomeadamente quando já estão em insolvência atual. A baixa percentagem pode dever-se ao facto de ser um processo introduzido recentemente na nossa legislação, entrou em vigor apenas em 2012, sendo que a percentagem foi aumentando ao longo dos anos até 2016, chegando a atingir 16,3%. Em 2017, a percentagem de PER relativa a processos de insolvência sofreu uma redução brusca para os 8%, o que pode dever-se não só à reabilitação da economia portuguesa, mas também às alterações legislativas a que aludiremos oportunamente, apesar de não serem objeto do presente estudo.

Na segunda fase, os credores podem aprovar o plano de uma empresa não viável (erro tipo I) ou rejeitar o plano de uma empresa viável (erro tipo II). Assim, mesmo que não

---

<sup>20</sup> Conforme Broadie *et al.* (2007)

<sup>21</sup> Fonte: Infotrust – Informação para negócios, Lda. Ver anexo 1 para mais detalhes.

houvesse uma falha de filtragem na primeira fase, ou seja, todas as empresas viáveis apresentaram planos de recuperação e todas as empresas não viáveis foram encaminhadas para a liquidação, ainda é possível que os credores cometam erros do tipo II, especialmente na presença de informações assimétricas entre a empresa e os credores<sup>22</sup>.

Várias questões pertinentes se colocam chegando a esta fase, entre as quais: Que interesses estão associados a esta tomada de decisão entre os dois tipos de processos? Quais os requisitos e critérios previstos no código português para cada um dos processos? Será o código português eficiente no filtro que impõe à adesão por parte das empresas aos dois processos? Ao longo da presente dissertação refletiremos sobre estas questões.

## 2.4. Regulamentação do PER

Conforme já referido, numa conjuntura de extrema necessidade em preservar o tecido empresarial português, o Governo Português instituiu um novo instrumento de recuperação judicial, o PER, procedendo a uma quase “réplica jurídica” do *Chapter 11 (Reorganization)* do código de insolvência norte-americano<sup>23</sup>, e de outros regimes análogos, vigentes noutros ordenamentos jurídicos, nomeadamente Europeus. Neste sentido, começou por alterar-se a redação do Artigo 1º do CIRE, perspetivando e priorizando sempre que possível a reestruturação do devedor em detrimento da liquidação, sempre no interesse da satisfação dos credores. Interesse este, assente no princípio de que “mais vale receber pouco” no âmbito do PER, do que não receber “nada” no âmbito de um processo de insolvência. É sobre os credores que recai o ónus de, em função da situação do devedor e dos interesses de cada um, decidirem se vale a pena ajudá-lo e tentarem minimizar as perdas dos seus créditos ou deixá-lo cair na insolvência, sujeitando-se a perder ainda mais ou tudo. Verifica-se assim que de um processo orientado para a satisfação dos credores, através da liquidação da empresa, passou a privilegiar-se a recuperação da mesma, devendo a liquidação ocorrer apenas quando esta recuperação não seja possível<sup>24</sup>. No entanto, o facto de serem os credores

---

<sup>22</sup> A presença de informações assimétricas é, inclusive, um dos principais motivos para a necessidade de legislação em matéria de insolvências e recuperação de empresas. Especificamente, os gestores e administradores da empresa tem acesso a informação privilegiada que lhes permite aferir se a empresa é ou não viável economicamente, ao contrário dos credores.

<sup>23</sup> O *Chapter 11* oferece mecanismos que possibilitam a continuidade no mercado de uma empresa que se encontre com dificuldades financeiras. Neste processo é o devedor quem assume os principais direitos sobre a empresa, permanecendo no controlo da mesma, sendo esta situação apelidada pelos americanos de *debtor-in-possession*. Tal situação contrasta bastante com o vigente no ordenamento jurídico português, onde o devedor fica impossibilitado de praticar atos de especial relevo: ver ponto 2.4.3.2.

<sup>24</sup> Vasconcelos (2013, p. 438) e Martins (2012, p. 2) consideram que esta mudança de paradigma é apenas uma alteração de fundo, uma vez que não é acompanhada de outras modificações que a implementem. Partilha do

a ter a última palavra, e de serem impostas restrições à administração por parte do devedor, conforme aludiremos mais adiante, impede-nos de concluir que o código português é totalmente orientado para o devedor.

Nesta secção vamos abordar os aspetos considerados como cruciais para perceber no que consiste o PER, bem como as portas que a legislação deixa abertas, para que este processo seja utilizado por devedores para os quais não foi concebido.

#### 2.4.1.Finalidade

Sempre com a preocupação de promover e facilitar a recuperação do devedor, o PER persegue dois objetivos imediatos: *permitir à empresa que, comprovadamente, se encontre em situação económica difícil ou em situação de insolvência meramente iminente, mas que ainda seja suscetível de recuperação, estabelecer negociações com os respetivos credores (1) de modo a concluir com estes acordo conducente à sua revitalização (2).*<sup>25</sup>

##### (1) Permitir ao devedor estabelecer negociações com os respetivos credores

Este processo facilita ao devedor alguma autonomia, no sentido de liberdade contratual, no estabelecimento e continuação de negociações com os seus credores, com intuito de obter deles um acordo que torne possível a sua recuperação.

No entanto, o caminho não é, de todo, fácil, nem está completamente livre de algumas resistências. A progressiva degradação da situação económica e financeira do devedor, e o seu consequente incumprimento para com os credores, tende a deteriorar a relação entre os mesmos, uma vez que a mora, ainda que vença juros, não deixa de ser já um financiamento involuntário dos credores ao devedor (Pereira, 2013).

Desta forma, quando se iniciam as negociações, no âmbito do PER, já existe todo um histórico de contactos do credor a solicitar ao devedor o pagamento das suas dívidas e do devedor a pedir ao credor, compreensão e mais algum tempo. Principalmente no caso português, conforme já debatido, tanto o processo de insolvência como o PER, aparecem ainda ligados a um estigma social, muito intrínseco na nossa população, que resulta na adesão o mais tardia possível por parte dos devedores a estes instrumentos, optando sempre que

---

mesmo entendimento o Parecer da ASJP ao estabelecer que “a alteração ao art.º 1 não traz, na prática, qualquer mudança ao nível da filosofia do código”. (Asjp, 2011, p. 6).

<sup>25</sup> Artigo 17-A do CIRE.

possível pela resolução dos problemas extrajudicialmente.<sup>26</sup> Todos estes contactos, às vezes tensos, contribuem para diminuir a capacidade e vontade dos credores em ceder facilidades adicionais ao devedor para a sua recuperação, criando aqui algum pessimismo quanto ao êxito da revitalização. A inflexibilidade dos credores chega muitas vezes a traduzir-se no insucesso das negociações, na consequente não homologação do plano de recuperação e na posterior declaração de insolvência do devedor.

Com base no nosso estudo das empresas que se apresentaram a PER de 2012 a 2015, foi possível verificar que apenas 52% das empresas viram o seu plano de recuperação ser homologado pelo tribunal e das empresas que não viram o seu plano ser homologado 84% foram posteriormente declaradas insolventes<sup>27</sup>.

## (2) Concluir um acordo conducente à revitalização

A lei é totalmente omissa quanto ao conteúdo do plano de recuperação, não diferindo este, muito de um comum acordo entre o devedor e os seus credores de reestruturação de dívida, consagrando medidas de incidência no passivo, nomeadamente: concessão de prazos mais alargados para pagamento das dívidas; redução ou perdão de juros, ou mesmo de capital; e, por vezes, um financiamento adicional, com ou sem período de carência<sup>28</sup>.

O supra referido financiamento adicional também se pode deparar com demasiados entraves, constituindo uma das potenciais causas para o insucesso da recuperação e posterior insolvência das empresas. Entraves estes relacionados com a insuficiência de garantias atribuídas aos credores que disponibilizem meios para a manutenção e desenvolvimento da atividade do devedor, durante o período relativo ao decurso do PER, tal como estão previstas no art.º 17º-H. Ora, tendo em conta a importância do financiamento durante o período de negociações, considerado o “*fator-chave*”<sup>29</sup> para o sucesso do PER, existem autores que defendem que *o legislador poderia e deveria ter ido mais longe*<sup>30</sup>, pois bastará o credor considerar que tais garantias são insuficientes para estar o mecanismo condenado ao insucesso.<sup>31</sup>

---

<sup>26</sup> A resolução preferencial dos problemas pela via extrajudicial não tem que ver apenas com o estigma social associado aos processos de insolvência, mas também com aspetos relacionados com a ineficiência do código, nomeadamente no que respeita aos custos, burocracia e restrições impostas ao devedor associadas a todo o processo.

<sup>27</sup> Para mais detalhe ver ponto 3.5.1.

<sup>28</sup> A generalidade dos planos de recuperação compreende um ou dois anos de período de carência, ou seja, apenas após este período é que a empresa começa a cumprir o plano de pagamentos aos credores, previsto no plano de recuperação.

<sup>29</sup> (Serra, 2012b, p. 130)

<sup>30</sup> (Epifânio, 2012, p. 262); (Serra, 2012d, pp. 736-737); (Serra, 2012c, p. 188)

<sup>31</sup> Ou “*ferido de morte*”, expressão utilizada por Serra (2012b, p. 130), Serra (2012d, p. 737), Serra (2012c, p. 188)

De acordo com as garantias convencionadas no art.º 17º-H, vindo a insolvência a ser declarada no prazo de dois anos, serão os credores que financiaram a atividade do devedor considerados credores da insolvência e, dentro desta categoria são meros credores privilegiados o que, de acordo com os arts.º 47º, 174º e 175º, quer dizer que está o seu pagamento subordinado ao pagamento prévio dos credores com garantias reais ou garantidos. Seja qual for a razão subjacente a tal opção pelo legislador<sup>32</sup>, existem vários autores que a criticam, apoiando-se na importância que um financiamento deste tipo poderia ter para a preservação do tecido empresarial português, nomeadamente na indispensabilidade deste mecanismo na recuperação dos devedores, que constitui o principal objetivo da introdução do PER no ordenamento jurídico português. Nesta perspetiva, seria interessante rever as garantias associadas a estes credores, sob pena do PER estar, desde logo, condenado ao fracasso.

Mais ainda, geralmente, serão os sócios, dada a sua proximidade com a empresa, os mais dispostos a correr o risco de financiar a mesma. No entanto, o carácter subordinado dos créditos por suprimentos a que estão sujeitos os credores nestas situações (art.º 48º/g)<sup>33</sup> em nada incentiva a sua atuação naquele sentido. Assim, vários autores defendem que poderia o legislador criar um incentivo aos sócios ou acionistas que arriscassem o seu capital no financiamento da empresa<sup>34</sup>, no âmbito do PER, discordando de que o financiamento interno receba um tratamento diferente do dado ao financiamento externo.

Ainda assim, e face ao exposto, no nosso entender, o acordo de revitalização não se deveria ficar só pela reestruturação do passivo da empresa. O plano de recuperação deveria prever, inclusive, quando necessário, a formação e a flexibilização dos recursos humanos, a reformulação de preços, otimização em termos de eficiência e eficácia dos custos e processos de produção, que deveriam resultar numa posição da empresa mais competitiva do mercado. Assim, salvo melhor opinião, na maior parte dos casos a revitalização tem de passar também pela reestruturação da empresa ao nível operacional, estratégico e de marketing, pois, como já referido por Daniel Webster, Senador do Massachusetts, *“a falência ocorre mais frequentemente por falta de energia que por falta de capital”*.

---

<sup>32</sup> A opção do legislador por este regime parece ter sido propositada, nomeadamente, se pensarmos que os sujeitos que constituem a maioria dos créditos da insolvência, subordinados e privilegiados, que serão graduados acima dos créditos constituídos no âmbito do PER são o Estado e as entidades públicas. Conforme Serra (2012d, p. 738), Serra (2012c, p. 189)

<sup>33</sup> Ver Artigos 243º a 245º do CSC.

<sup>34</sup> No mesmo sentido Epifânio (2012, pp. 263-264), Pereira (2013, p. 37).

A probabilidade de nas negociações se conseguir chegar a um acordo, com vista à recuperação do devedor e a sua manutenção no mercado, depende muito dos interesses individuais de cada um dos credores, uma vez que cabe a estes a última palavra. Note-se que a posição de cada um dos credores, dependerá do que cada um considerar mais vantajoso para os seus interesses económicos, antes de qualquer espírito solidário e de preocupação macroeconómica. Há credores fortes e pouco flexíveis, cuja posição é determinante para a obtenção de um acordo de revitalização, e há credores mais modestos normalmente mais predispostos a negociar. Na primeira categoria costumam estar os credores estatais como a Fazenda Pública e a Segurança Social que, geralmente, têm dificuldade ou é-lhes impossível suavizar mais as condições de pagamento dos seus créditos<sup>35</sup>. A verdade é que tal opção legislativa para além de dificultar bastante a homologação do plano de recuperação, nos casos em que as dívidas à Fazenda Pública e ao ISS representam a parte mais relevante das dívidas do devedor, também constitui uma afronta ao princípio da igualdade, impondo que os encargos com a reestruturação e recuperação de empresas sejam sempre suportados pelos credores privados em detrimento dos credores públicos.

Estamos assim perante uma série de entraves à concreta recuperabilidade dos devedores, que podem traduzir-se numa elevada percentagem de inevitáveis insolvências, conforme podemos aferir ao longo do presente trabalho, e na qualificação do PER como um instrumento ineficiente.

#### 2.4.2. Pressupostos/Condições de Acesso

##### 2.4.2.1. Subjetivos

Até julho de 2017, tinham legitimidade para recorrer ao PER tanto as empresas como as pessoas singulares, pois a lei referia-se sempre ao devedor e a “*todo o devedor*”. Com as alterações introduzidas pelo DL n.º 79/2017, de 30/06 apenas as empresas (sociedades por

---

<sup>35</sup> Embora haja quem considere a flexibilização das condições de reestruturação das dívidas fiscais e de segurança social o quarto pilar da revitalização, e apesar da imposição, no aludido memorando de entendimento, de o Estado autorizar estas entidades a diversificarem os instrumentos de reestruturação de dívidas, não se pode esperar muito destas entidades públicas.

O art.º 196.º, n.ºs 5, 6 e 8, do Código de Procedimento e Processo Tributário, com as alterações introduzidas pela Lei n.º 64-B/2011, de 30 de Dezembro (OE 2012) estabelece condições apertadas de acesso ao prazo máximo de pagamento a prestações.

Em situações excecionais, para regularização de dívidas, pode também ser autorizado o pagamento da dívida à segurança social a prestações, nos termos previstos no art.º 190.º do Código dos Regimes Contributivos do Sistema Previdencial de Segurança Social, aprovado pela Lei n.º 110/2009, de 16 de Setembro, com a redação introduzida pela Lei n.º 20/2012, de 14 de Maio.



quotas, sociedades unipessoais por quotas, sociedades anónimas, empresários em nome individual, etc...) passaram a ter legitimidade para recorrer ao PER<sup>36</sup>.

#### 2.4.2.2. Objetivos

A débil situação económico-financeira do devedor é a principal razão que, normalmente, o leva a recorrer a este processo especial na expectativa de revitalizar a sua atividade. Deste modo, para ser admitido a PER, o devedor terá de se encontrar numa situação que o justifique: **em situação económica difícil (1) ou de insolvência meramente iminente (2) mas que ainda seja suscetível de recuperação<sup>37</sup> (3)**, ou seja, não estando já numa situação de insolvência atual, nos termos definidos pelo Art.º 3 do CIRE. Dos três conceitos basilares utilizados - situação económica difícil, insolvência iminente e recuperabilidade ou suscetibilidade de recuperação -, apenas se encontra definido legalmente o primeiro. Podemos assim assumir, desde já, que a ausência de conceitos jurídicos, envolve o risco de afastar do âmbito do PER realidades que nele devem ser abrangíveis, bem como atrair realidades que se excluem do âmbito deste instrumento.

##### (1) Situação económica difícil

A lei considera em situação económica difícil o devedor que enfrentar dificuldade séria em cumprir pontualmente as suas obrigações, designadamente por falta de liquidez ou por não conseguir obter crédito junto da banca<sup>38</sup>. É certo que a existência de uma definição de situação económica difícil é mais adequada do que uma total ausência de como classificar tal situação. No entanto, além da vaguidade de “*dificuldade séria*”, que será sempre uma noção aberta, as causas que podem levar a tal situação são meramente exemplificativas, admitindo que outras realidades a integrem. Para além disso, a definição usada pelo legislador reporta unicamente a uma situação de dificuldade financeira e se se pretendesse valorar uma situação económica difícil, o que estaria em causa seria a posição da empresa no mercado e não apenas problemas de financiamento da mesma.<sup>39</sup> Mais ainda, a conexão desta definição com a dificuldade de cumprimento pontual das obrigações, acaba por a fazer convergir de tal modo

---

<sup>36</sup> Artigo 17.º-A. As pessoas singulares que não sejam empresárias em nome individual (e as pessoas coletivas sem fins lucrativos, como por exemplo associações, fundações, misericórdias, etc.) podem recorrer ao processo especial para acordo de pagamento (PEAP): um processo destinado a permitir a sua recuperação e, assim, evitar a insolvência pessoal.

<sup>37</sup> Art.º 17- A/1.

<sup>38</sup> Art.º 17.º-B.

<sup>39</sup> Conforme Silva (2012).

com a definição de insolvência iminente que resultam praticamente na mesma realidade. Assim, apesar de não serem claros os limites que separam ambas as definições, a própria lei as considera distintas.

Desta forma, salvo melhor opinião, estamos aqui perante um lapso legislativo no sentido em que o legislador pretende disponibilizar o PER a empresas com uma situação financeira difícil, mas com viabilidade económica - viabilidade económica esta que sustenta a suscetibilidade de recuperação, requisito imprescindível para a adesão ao PER - mas que o legislador define erradamente como “*situação económica difícil*”. Mais ainda, considerando liquidez como “*disponibilidade de dinheiro e possibilidade de o obter de modo a fazer face aos compromissos financeiros que se irão vencer*”<sup>40</sup>, a falta desta pode, por exemplo, resultar do facto de a empresa não conseguir que os seus clientes lhe paguem os bens ou serviços que lhes forneceu. A falta de liquidez traduz-se assim em problemas de tesouraria, ou seja, de curto-prazo, estando em causa as obrigações vincendas. Tal esclarecimento assume particular relevância porque se o devedor já se encontrar em incumprimento generalizado das suas obrigações vencidas não está situação económica difícil por falta de liquidez, mas já em insolvência atual<sup>41</sup> e, nesse caso, não pode recorrer ao processo de revitalização (pelo menos em teoria).

## (2) Insolvência meramente iminente

A definição de insolvência meramente iminente não se encontra sequer prevista na lei<sup>42</sup>, o que por si só, constitui um lapso legislativo, na medida em que abre novamente portas a diferentes pareceres subjetivos sobre a definição de tal situação. Numa breve reflexão no sentido perceber em que medida se distingue este conceito de uma situação de insolvência atual, conclui-se que o legislador pretende afastar as situações de mera probabilidade ou plausibilidade de insolvência, para que o devedor se deva apresentar à insolvência. Entende-se, salvo melhor opinião, que era intenção do legislador, postular a obrigatoriedade, para apresentação à insolvência atual, de uma certeza, uma convicção objetiva do devedor, de que

---

<sup>40</sup> Tal como define Ferreira (1985, p. 232)

<sup>41</sup> Para efeitos do dever de apresentação à insolvência, a lei presume, de forma inilidível, que o devedor tem conhecimento da sua situação de insolvência decorridos que sejam, pelo menos, três meses sobre o incumprimento generalizado de obrigações tributárias, contribuições para a segurança social, dívidas laborais ou rendas locativas [art.º 18.º, n.º 3, e 20.º, n.º 1, al. g)].

<sup>42</sup> Apenas existe uma equiparação da situação de insolvência iminente à situação de insolvência atual nos casos de apresentação à insolvência (art.º 18º). Note-se que, no caso de a insolvência ser “*meramente iminente*”, não existe o dever de apresentação do devedor à insolvência. Para estes casos consagra-se a faculdade de o devedor se apresentar ou não, uma vez que ainda não se está perante uma situação consumada de insolvência e não será de excluir uma alteração da situação.

se encontram esgotadas as possibilidades de cumprir com as suas obrigações que se irão vencer num futuro próximo.

Recorrendo à doutrina, segundo Fernandes e Labareda (2015), a situação de insolvência iminente consubstancia uma situação de dificuldade económica especialmente agravada, ao ponto de criar uma contingência de rutura, que não só está prestes a acontecer como sucederá com toda a probabilidade se não interferir nenhuma ocorrência atípica. O autor acrescenta ainda que a situação económica difícil e a insolvência iminente constituem-se como etapas do mesmo percurso, de degradação da vida económica de uma entidade, projetando a segunda já um estado de irreversibilidade, a não ser que algum fenómeno de superação que não depende exclusivamente do afetado interfira. Com uma definição semelhante, temos Serra (2013) que estabelece que *“a insolvência iminente é a situação em que o devedor antevê que estará impossibilitado de cumprir as suas obrigações quando elas se vencerem, no futuro próximo”*. Nota-se assim, que este conceito terá sempre implícita uma situação específica de insuficiência monetária para cumprir obrigações assumidas que se irão vencer brevemente, que segue a linha da definição de situação económica difícil, tal qual como definida pelo legislador<sup>43</sup>, pelo que não se consegue chegar a uma distinção clara entre estes dois conceitos.

A iminência de o devedor ficar insolvente deve ainda ser antecipada e analisada por ele próprio, que, teoricamente, é quem está em melhores condições para o fazer, com base na informação privilegiada de que dispõe no seio da empresa. Portanto, confrontando os compromissos que assumiu, e não cumpriu, com as suas disponibilidades de tesouraria ou de crédito a que possa ou não possa recorrer, o devedor é que terá de concluir ou antever, de forma ponderada e responsável, o momento certo em que, a curto prazo, irá entrar em insolvência, ficando até lá na iminência dessa situação. Aparece aqui o legislador demasiado confiante em admitir que esta autoavaliação do devedor é correta e feita em tempo útil, quando geralmente, o que se sucede é a adesão tardia ao PER por parte das empresas, onde uma reestruturação da dívida não é suficiente para a empresa se manter no mercado e que se traduz numa elevada percentagem de empresas que são posteriormente declaradas insolventes, como se verá mais adiante no presente estudo.

### (3) Suscetibilidade de Recuperação

---

<sup>43</sup> A lei considera em situação económica difícil o devedor que enfrentar dificuldade séria em cumprir pontualmente as suas obrigações (art.º 17.º-B)

Além de se encontrar em situação económica difícil ou na iminência de ficar insolvente, o devedor tem de ser suscetível de recuperação. Tal suscetibilidade também não se encontra definida na lei, deixando margem para que várias realidades a integrem, e o que se depreende da mesma, à primeira vista, é o facto da empresa apesar de estar numa situação financeira débil, ter ainda viabilidade económica. Viabilidade económica que pode significar, por exemplo, ter produtos e serviços com procura por parte do mercado.

Para agravar o facto de tal definição não vir expressa na lei, surge o método de “atestação” de tal suscetibilidade que é exigido pela lei: Até Julho de 2017, o PER iniciava-se com a entrega em tribunal de uma declaração escrita e assinada pelo devedor e, pelo menos, por um dos seus credores, em que aquele «atestava» reunir as condições para a sua recuperação e exprimia a vontade de estabelecer negociações com os credores, a fim de obter a aprovação de um plano para a sua recuperação. Assim, até então, o juiz recebia a declaração e nomeava, de imediato, AJP (art.º 17º-C, 3, a), sem aferir a veracidade da mesma<sup>44</sup> e convenhamos que a mera declaração de um devedor a “atestar” que reúne determinadas condições é tão-só a sua palavra, a defender um interesse próprio, não comprovando rigorosamente nada.<sup>45</sup> Se era verdadeira ou não, ver-se-ia nas negociações, pois a consequência da sua falsidade seria certamente o fracasso na obtenção do acordo.<sup>46</sup> E no entanto são requeridos PER “inúteis”, com intenções meramente abusivas, capazes de obstruir o andamento “normal” de outros processos.

Mais ainda, o facto de bastar que fosse corroborado por qualquer um dos seus credores, não importando qual o montante do seu crédito nem a sua percentagem no total dos créditos, era mais uma das facilidades de adesão a este processo que incentivava ao seu uso abusivo e/ou incorreto.<sup>47</sup> Assim, a falta de controlo evidenciada, abre demasiadas portas a que o PER possa ser utilizado por devedores em situação de insolvência atual, que têm como única

---

<sup>44</sup> Chega a ser um pouco disforme e de difícil compreensão se compararmos com o SIREVE, em que o IAPMEI dispõe de 15 dias para apreciar o requerimento inicial da empresa, nomeadamente se esta cumpre todos os requisitos exigidos devendo aquele, inclusivamente, recusar o requerimento do devedor no caso de este não estar em situação economicamente difícil ou de insolvência iminente ou atual, ou quando a empresa não seja economicamente viável (art.º 6º DL 178/2012, de 3 de Ago.).

<sup>45</sup> Pereira (2013) alerta para a incongruência da palavra utilizada, uma vez que a atestação se presume feita por alguém com “*autoridade oficial, científica ou jurídica*”, visto que o termo “*atestar*” significa certificar como correto, demonstrar, provar.

<sup>46</sup> Fica nas mãos dos credores decidirem pela aprovação ou rejeição do plano, sendo neste caso o devedor declarado insolvente, o que acontecerá, certamente, quando o devedor não preenche os pressupostos objetivos exigidos. Conforme Serra (2012c, p. 177).

<sup>47</sup> Podendo mesmo tratar-se de um credor ocasional que não tem nada a perder, de um crédito insignificante, conforme Pereira (2013).

pretensão retardar a sua declaração de insolvência ou para beneficiar dos efeitos que decorrem do PER, a que aludiremos de seguida.

Com uma legislação tão “aberta” e tão pouco exigente, não é de estranhar que tenha havido uma adesão tão rápida a este instrumento, cerca de 361 empresas nos primeiros 7 meses da sua aplicação, com base na recolha manual do presente trabalho, cuja percentagem dessas 361 empresas que foi posteriormente declarada insolvente se cifrou em 66%.

Com o DL n.º 79/2017, apesar de a declaração consistir exatamente no mesmo, na atestação por parte da empresa em como reúne as condições necessárias para a sua recuperação, este vem requer adicionalmente que a mesma seja corroborada por credores que, pelo menos, sejam titulares de 10% de créditos não subordinados<sup>48</sup>. Vem ainda requerer que a declaração seja subscrita, há não mais de 30 dias, por contabilista certificado ou por revisor oficial de contas, sempre que a revisão de contas seja legalmente exigida, atestando que a empresa não se encontra em situação de insolvência atual<sup>49</sup>.

Estas duas alterações já indiciam uma perceção de ineficiência por parte do legislador, no que respeita à anterior redação da lei. Embora uma atestação falsa se traduzisse provavelmente numa posterior frustração negocial, a mesma tem custos não negligenciáveis que oneram todas as partes e inclusive o Estado, quanto mais não seja por agravarem a morosidade que caracteriza o atual sistema judicial português. Reconhece-se então aqui o esforço do legislador em melhorar a eficiência da lei, implementando um maior filtro nas empresas que admite a PER: (1) através do aumento da probabilidade do plano ser homologado com o sucesso das negociações, ao exigir que pelo menos 10% dos titulares dos créditos manifestem a sua vontade de encetarem negociações com vista à recuperação da empresa; (2) assegurando uma maior veracidade da declaração que atesta que o devedor reúne as condições necessárias, ao exigir que a mesma seja subscrita por contabilista certificado ou por revisor oficial de contas, sempre que a revisão de contas seja legalmente exigida.

Note-se que o período da amostra recolhida, é o de 2012 a 2015, pelo que não se verá o impacto desta alteração na lei no aumento da sua eficiência, que se traduzirá em princípio (ou pelo menos antecipa-se que seja essa a vontade do legislador), num menor uso abusivo

---

<sup>48</sup> Ver Art.º 48.

<sup>49</sup> Tal solução, já havia sido acolhida na versão do Anteprojecto de alteração ao CIRE, de 24 de Novembro de 2011, em que o devedor deveria apresentar uma declaração certificada por TOC ou por ROC independente, que atestasse a reunião das condições necessárias à recuperabilidade do devedor. Solução esta que se aproxima à adotada no regime alemão (§270b InsO-E), onde uma entidade diferente do devedor atesta também a capacidade de recuperação do devedor.

do PER por parte das empresas e um consequente menor número de insolvências decretadas pós-PER.

De qualquer modo, mesmo o insolvente pode, em tese, ser recuperável<sup>50</sup> e, nesse caso, atendendo ao novo paradigma revitalizador, a lei, salvo melhor opinião, deveria estender a aplicação deste processo também ao devedor suscetível de recuperação, ainda que em situação de insolvência real, mas não declarada. Até porque, na prática, devido à já referida superficialidade com que o juiz é obrigado a proferir o despacho de nomeação de AJP, será bastante fácil devedores já insolventes conseguirem a abertura do processo de negociação. Não só é fácil, como tal superficialidade se concretiza efetivamente uma percentagem de 57%<sup>51</sup> empresas que foram posteriormente declaradas insolventes após a nomeação de AJP e abertura do processo.

Uma possível extensão da lei neste sentido, ganha ainda mais força, se pensarmos que mesmo declaração de insolvência não afasta a possibilidade de recuperação da empresa insolvente: uma vez declarada a insolvência, qualquer credor ou grupo de credores cujos créditos representem, pelo menos, um quinto do total dos créditos não subordinados reconhecidos (art.º 48º e 129º) ou estimados pelo juiz, pode apresentar um Plano de Insolvência<sup>52</sup> (art.º 192º), que visa a recuperação da empresa, suspendendo a liquidação da mesma.<sup>53</sup>

Por fim, acresce para o incentivo do uso abusivo deste processo por parte dos devedores, que não se encontra prevista na lei qualquer consequência específica ou sanção processual para a hipótese de a declaração inicial do devedor se vir a revelar falsa.<sup>54</sup> Tal lacuna legislativa, sendo suprimida de forma conveniente<sup>55</sup>, poderia evitar a utilização deste mecanismo por

---

<sup>50</sup> Segundo Leitão (2017), não há nenhum devedor que seja insuscetível de recuperação se lhe derem liquidez ou crédito suficiente para satisfazer as suas obrigações.

<sup>51</sup> Para as empresas da amostra, para as quais foi nomeado AJP (deram início ao PER), no período compreendido entre 2012 e 2015. Ver ponto 3.5.1 para mais detalhes.

<sup>52</sup> Tal proposta pode ainda partir da iniciativa do devedor, do administrador da insolvência ou de qualquer pessoa que responda legalmente pelas dívidas da insolvência (art.º 6º e 193º). Na primeira assembleia de credores, realizada nos termos do art.º 156º para apreciar o relatório do administrador de insolvência (art.º 155º), os credores podem deliberar atribuir ao administrador da insolvência o encargo de elaborar um plano de insolvência (n.º 3 do art.º 156º) e, se assim o entenderem, deliberar pela suspensão da liquidação.

<sup>53</sup> A suspensão da liquidação vai obstar à venda dos ativos da insolvente, exceto daqueles que estejam sujeitos a deterioração ou depreciação nos termos do n.º 2 do art.º 158º.

<sup>54</sup> No mesmo sentido Leitão (2017) e Pereira (2013).

<sup>55</sup> Tendo em conta a situação económica do devedor e, consequentemente, a dificuldade de ser tal responsabilidade ressarcida pela via indemnizatória, Gonçalves (2014, p. 16) sugere que a melhor solução para a resolução deste problema fosse a possibilidade de a conduta do devedor ter consequências na qualificação da insolvência, caso esta venha a ser posteriormente declarada.

devedores para os quais não foi concebido bem com as já aludidas consequências práticas decorrentes desta atuação, que tanto podem prejudicar os credores.

#### 2.4.3. Efeitos da nomeação de Administrador Judicial Provisório (AJP)

Após a manifestação de vontade pela empresa, juntamente com pelo menos 10% dos titulares dos créditos, o PER inicia-se com a nomeação pelo juiz de um AJP, decisão proferida por despacho que é de imediato comunicada ao devedor. Um dos efeitos deste despacho é suspender logo o exercício do direito de ação dos credores, proibindo novas ações declarativas e executivas contra o devedor e o andamento de outras que contra ele estejam pendentes (3.1). Mas, ao mesmo tempo, o devedor sofre uma relativa inibição dos poderes de disposição dos seus bens (3.2). O AJP participa nas negociações, orientando e fiscalizando o decurso dos trabalhos e a sua regularidade, e deve assegurar que as partes não adotam expedientes dilatórios, inúteis ou, em geral, prejudiciais à boa marcha daquelas (art.º 17-D, 9). No caso de se concluir o processo negocial sem a obtenção de nenhum acordo, compete também ao AJP emitir o seu parecer sobre se aquela se encontra em situação de insolvência e, em caso afirmativo, requerer a respetiva insolvência e sendo o processo especial de revitalização apenso ao processo de insolvência (art.º 17-G, 4).

##### 2.4.3.1. Efeito *Standstill*

Com o início do PER, através da nomeação de AJP, é oferecido ao devedor um período de *standstill*<sup>56</sup> que se traduz no facto de, durante todo o processo negocial, não poderem ser instauradas quaisquer ações para cobrança de dívidas<sup>57</sup> contra o devedor e ser determinada a suspensão das ações já pendentes contra o mesmo, proporcionando assim um ambiente mais tranquilo de negociações com os credores. Mais ainda, as ações pendentes suspendem-se, mas extinguem-se logo que seja homologado o plano de recuperação a menos que o próprio plano preveja a sua continuação (art.º 17.-E, n.º 1, e 17.-F).

---

Solução idêntica aponta a APAJ para os casos em o devedor não recorre ao PER apesar de ter as condições económicas para o fazer. (Apaj, 2011, p. 7) Tal entendimento, como podemos ver da leitura do CIRE, não foi acatado.

<sup>56</sup> Expressão utilizada por Armour e Deakin (2000, p. 22). Corresponde ao mecanismo de *automatic stay* previsto no § 362 BC. (Oliveira, 2012, p. 718)

<sup>57</sup> Embora não exista na lei adjetiva nenhuma espécie de ações de cobrança de dívidas, deve entender-se que esta expressão se reporta a ações declarativas para cumprimento de obrigações pecuniárias e a ações executivas para pagamento de quantia certa. A suspensão destas ações parece valer apenas para as que foram propostas apenas contra o devedor, uma vez que as ações contra vários réus em que o devedor é um deles prosseguem. No entanto, se o devedor for condenado, enquanto o PER se encontra pendente, nenhuma execução pode avançar contra o seu património. (Pereira, 2013, pp. 34-35)

Em coerência com a filosofia recuperadora que preside este processo, também serão suspensos os processos em que haja sido requerida a insolvência do devedor assim que publicado no Portal Citius o despacho de nomeação de AJP, desde que neles não tenha já sido proferida sentença declaratória da insolvência, e extinguem-se logo que seja aprovado e homologado um plano de recuperação (art.º 17.º-E, n.º 6).

Posto isto, torna-se evidente que muitos devedores poderão ver este efeito *standstill*, como um grande incentivo para aderirem ao PER, com o intuito de evitarem que a sua insolvência seja requerida por terceiros e/ou suspenderem as ações que contra si pendam.

#### 2.4.3.2. Restrição na administração dos bens do devedor

Outro efeito do despacho judicial de nomeação de AJP é o impedimento do devedor de, sem autorização daquele, praticar atos de especial relevo (art.º 17.º-E, n.º 2).<sup>58</sup> Para concluir se um determinado ato pertence a esta categoria devem ponderar-se os diversos riscos e repercussões envolvidos, perspetivas de satisfação dos credores e a suscetibilidade de recuperação da empresa (art.º 161.º, 2).<sup>59</sup>

A principal questão que se coloca é se terá o empresário a liberdade necessária para salvar a empresa nestas condições ou, se pelo contrário, irá tal restrição prejudicar o sucesso do PER. Tendo em conta que o AJP não substitui o devedor, ou empresário, na administração da empresa e gestão dos negócios, parece-nos desta forma que o mesmo deve ser poupado a críticas como desconhecimento da realidade desta e pouca vocação para a gestão, o que contribuiria para o fraco sucesso da recuperação.

No entanto, ainda hoje, no mundo empresarial corre a opinião de que quem deve continuar a gerir a empresa em recuperação são os respetivos administradores por serem quem melhor a conhece, tal como ao mercado em que a mesma se encontra inserida, e assim estarem em condições vantajosas para a recuperar. (Pereira, 2013, p. 36) Este argumento tem algum fundamento, apesar de não merecer o ênfase que lhe é dado, tendo em conta o já visto

---

<sup>58</sup> O devedor poderá solicitar por escrito a prévia autorização do Administrador para praticar qualquer destes atos, e este deverá concedê-la também por escrito (art.º 17.º-E, n.º 3). Se o administrador não responder ao pedido de autorização formulado pelo devedor, durante mais de cinco dias, o seu silêncio vale como declaração de recusa da autorização (art.º 17-E, 4-5).

<sup>59</sup> No entanto, a título exemplificativo, a lei considera atos de especial relevo: a venda da empresa, do estabelecimento ou da totalidade das existências; a alienação de bens necessários à continuação da exploração da empresa, antes do respetivo encerramento; alienação de participações noutras sociedades destinadas a garantir o estabelecimento com esta de uma relação duradoura; aquisição de imóveis; celebração de novos contratos de execução duradoura; assunção de obrigações de terceiros e a constituição de garantias (art.º 161.º, 3).



de que o AJP não substitui o devedor ou empresário, na administração da empresa.<sup>60</sup> E, em certos casos, não deixa de ser reversível, pois sempre se poderá dizer que os administradores, embora conhecendo bem a empresa, não foram capazes de evitar que esta chegasse à situação de pré-insolvência (o que, algumas vezes, se deve a erros de gestão<sup>61</sup>, falta de visão para o negócio, formação académica desadequada dos empresários, desadequação na estrutura da empresa ou mesmo falta de ética).<sup>62</sup> Não se poderá arriscar que estes mesmos administradores recorram ao PER por mera estratégia (para obter um efeito de *standstill*), e procedam, nesta fase, a uma total dissipação do património, pondo em causa a satisfação dos direitos dos credores.<sup>63</sup> Esta restrição funciona assim como uma “medida cautelar”, salvo melhor opinião, imprescindível, sendo a mais complexa “*medida anti abuso*”<sup>64</sup> estabelecida pelo legislador, no decurso deste processo.

Ainda assim, admite-se que esta “medida cautelar” poderá também ser umas das causas da elevada percentagem de insolvências que é decretada pós-per, no sentido em que existem devedores que, apesar de reunirem as condições necessárias para aderir ao PER, não o fazem por não quererem ver a sua gestão comprometida pela necessidade de aprovação pelo AJP. Como consequência poderá resultar uma adesão tardia ao PER, quando a empresa já se encontra em situação de insolvência atual e outra solução não resta que não a posterior declaração de insolvência do devedor.

#### 2.4.4. O insucesso do PER

Conforme já foi sendo debatido, a regulamentação do PER apresenta vários lapsos legislativos que podem levar à admissão neste processo de empresas para os quais não foi concebido. Nomeadamente, empresas já em situação de insolvência atual, cuja entrada posterior no respetivo processo judicial se torna inevitável. Em suma:

1. Durante o período amostral, o devedor não tem de provar que reúne os requisitos legais para recorrer a este processo, suscitando a possibilidade do aparecimento de candidaturas ao PER de devedores insolventes e economicamente inviáveis, com o

---

<sup>60</sup> Teve sim, em tempos, no domínio do antigo processo especial de recuperação da empresa e da proteção dos credores (Art.º 8.º, n.º al. a), do Decreto-Lei n.º 177/86, de 2 de Julho), onde era atribuído ao administrador a direção e orientação temporária da gestão dos negócios da empresa, onde um desconhecimento da realidade desta e pouca vocação para a gestão contribuiria para o fraco sucesso da recuperação, em termos estatísticos.

<sup>61</sup> Segundo Cabral (2003, p. 8), “*cerca de 90% das empresas que vão à falência encerram por erros de gestão*”.

<sup>62</sup> Conforme Pereira (2002/2003, pp. 105-107)

<sup>63</sup> Conforme Pereira (2014, p. 22)

<sup>64</sup> Conforme Silva (2012)

mero intuito de atrasar a sua apresentação à insolvência ou impedir o requerimento desta por qualquer credor. Tal “desleixo” legislativo permite ainda que recorram ao PER empresas economicamente viáveis sem dificuldades financeiras imperativas que o justifiquem, com o mero intuito de planeamento fiscal. Apesar de este não ser o foco do presente estudo, note-se que não se torna possível aferir se as empresas que não foram posteriormente declaradas insolventes após terem recorrido a este processo, se traduzem nas empresas que efetivamente recuperaram por via do PER. Ou, se pelo contrário, este nunca foi imperativo e foi utilizado pelas empresas como mero instrumento de planeamento fiscal.

2. Uma outra opção legislativa que promovia bastante o uso abusivo ou incorreto do PER, durante o período amostral, consistia no devedor carecer apenas do apoio de um credor, sem quaisquer condições. O crédito não precisava de ter qualquer representatividade em todo o passivo do devedor, permitindo que este pudesse ser um credor de ocasião, por um valor irrisório, com muito pouco a perder. O credor pode até ser uma empresa do mesmo grupo, uma vez que este processo não prevê a possibilidade de revitalização da empresa com todas as suas participadas, isto é, desenvolver negociações com vista a um acordo de recuperação para revitalização de todas as empresas do grupo.
3. A repentinidade que a lei na nomeação de AJP, não dando oportunidade ao juiz de exercer um controlo da veracidade da declaração e da pretensão, constitui outro promotor do uso abusivo do PER.
4. O legislador demonstra-se ainda muito confiante em como os credores decidirão em prol de preocupações políticas macroeconómicas de preservação do tecido empresarial em detrimento de outros interesses económicos individuais. O que não corresponde à realidade, uma vez que numa conjuntura de crise generalizada, muitos credores privados, inclusive fornecedores, também se encontram em dificuldades financeiras, não estando dispostos a enveredar por um processo que normalmente prevê um ou dois anos de carência.
5. A inflexibilidade dos credores estatais na suavização das condições de pagamento dos seus créditos, bem como noutro tipo de facilidades, como abdicar de garantias bancárias, pode tornar inevitável a insolvência. Principalmente, nos casos em que as dívidas à Fazenda Pública e ao ISS representam a parte mais relevante das dívidas do devedor.

6. A insuficiência de garantias atribuídas aos credores que disponibilizem meios para a manutenção e desenvolvimento da atividade do devedor (financiamento adicional), durante o período relativo ao decurso do PER, constitui mais uma das potenciais causas para o insucesso da recuperação e posterior insolvência das empresas.
7. Por fim, e não menos importante, o facto de o devedor ficar impedido de praticar atos de especial relevo, sem autorização do AJP, poderá também ser umas das causas da elevada percentagem de insolvências que é decretada pós-PER. Existem devedores que, apesar de reunirem as condições necessárias para aderir ao PER, não o fazem previamente e tempo útil, por não quererem ver a sua gestão comprometida pela necessidade de aprovação pelo AJP.

## **2.5. Tomada de decisão e interesses associados**

A ideia de inviabilidade económica, tendo em conta a racionalidade económica, deverá ser a principal motivação para a liquidação de uma empresa. E, vários autores, seguem esta linha de raciocínio, ou seja, de que uma empresa deverá liquidada quando seja economicamente inviável e cujos seus recursos possam ser melhor utilizados noutra qual atividade, tais como White (1989) e Santos (2005). Especificamente, Santos (2005) refere que *“em termos económicos, uma empresa considera-se falida quando o seu valor de mercado na ótica da continuidade da exploração da sua atividade económica for menor do que o valor agregado de venda dos ativos individualmente no mercado. Nestas circunstâncias, a decisão economicamente eficiente é a liquidação da empresa e a consequente afetação dos seus ativos a outro fim.”*

Mas quais os critérios previstos no código português para a apresentação a cada um dos processos (recuperação *vs* liquidação)?

Em termos jurídicos, conforme já referido no ponto 2.1.1.2, é considerada em situação de insolvência a empresa que se encontre impossibilitada de cumprir as suas obrigações vencidas bem como é também considerada insolvente a empresa cujo seu passivo seja manifestamente superior ao ativo. Ressalve-se que o legislador também permite, atento o disposto no n.º 3 do art.º 3, a valorização da empresa, não apenas numa perspetiva de liquidação, com a determinação do valor do seu património em caso de liquidação imediata, mas também numa perspetiva de continuidade, ou seja, a avaliação em termos de mercado da possibilidade de prossecução da atividade da empresa.

Já no que ao PER diz respeito, para ser admitido, o devedor terá de se encontrar numa situação económica difícil, ou de insolvência meramente iminente, mas que ainda seja

suscetível de recuperação. Assim, apesar de todas as limitações já profundamente debatidas relativas a estes critérios, no ponto 2.2., o legislador também seguiu a racionalidade económica, impondo o filtro (pelo menos teoricamente) da viabilidade económica às empresas que admite à recuperação, sendo que as restantes deverão entrar em processo de insolvência.

Outra questão relevante diz respeito aos interesses subjacentes a esta tomada de decisão. Bulow e Shoven (1978), White (1981) e White (1989) foram dos principais autores que estudaram a temática da tomada de decisão em si mesma, estando ambos de acordo no que diz respeito à existência de várias variáveis que concorrem diretamente para a tomada de decisão.

O pressuposto-chave do modelo de Bulow e Shoven (1978) é que são os credores bancários e os acionistas da empresa quem tem o poder de decisão, formando uma coligação, e atuam em seu próprio interesse comum, ignorando o efeito da sua decisão sobre o conjunto restante de credores, os obrigacionistas. Esta suposição é motivada pela observação de que os acionistas podem estar dispostos a compensar o banco até o valor total do seu crédito para garantir que a empresa permaneça em operação. A decisão sobre a entrada ou não num processo de insolvência, por parte do banco e dos acionistas não é, portanto, baseada em maximizar o valor total da empresa, mas sim o valor total do reembolso dos seus créditos e capital investido, e pode levar a resultados nos quais as empresas viáveis serão encerradas ou empresas não viáveis sobrevivem. Tendo em conta que o reembolso de capital por parte dos acionistas é nulo no caso de insolvência, esta só ocorre se os acionistas não conseguirem compensar os credores bancários o suficiente para manter a empresa no mercado. De acordo com o modelo, a probabilidade de a decisão recair sobre reestruturação: diminui com o valor das reclamações de crédito dos obrigacionistas; aumenta com o valor de *cash* ou *free assets* (ativos sem garantias) da empresa; e diminui com o valor de liquidação dos ativos tangíveis. De acordo com o “*teste de melhores interesses*”, a coligação bancária não pode receber menos em reorganização do que em liquidação.<sup>65</sup>

White (1984) argumenta ainda que os acionistas e os gestores têm um incentivo para evitar a liquidação a todo o custo, porque o capital próprio é inevitavelmente dissipado e os

---

<sup>65</sup> White (1981) faz várias previsões sobre a probabilidade de reorganização, que dependem de uma comparação da recuperação de crédito entre liquidação e reorganização. Especificamente, a probabilidade de reorganização: (1) diminui com o valor da dívida não garantida (especialmente dívidas fiscais) e aumenta com a redução percentual de dívidas não garantidas; (2) aumenta com o valor de *free assets* da empresa; (3) diminui com a diferença entre os custos de transação de reorganização e custos de transação de liquidação; (4) aumenta com a incerteza nos lucros futuros; e (5) aumenta com o tamanho da empresa.

empregos dos administradores são perdidos em liquidação. O que corrobora a nossa intuição de que os acionistas e gestores optem por recorrer a PER, mesmo que a empresa já esteja numa situação de insolvência.

Em suma, podemos concluir que vários são os fatores que afetarão a decisão entre reestruturação e liquidação, sendo que geralmente os órgãos de gestão e acionistas sempre preferirão a reestruturação em detrimento da insolvência, para não perderem o capital investido, os seus empregos e não verem a sua reputação manchada. Já os credores vão sempre preferir a opção que lhes oferecerá maior reembolso de créditos e raramente terão em conta preocupações sociais ou macroeconómicas como a manutenção do tecido empresarial português ou preservação do emprego.

### 3. Metodologia

Embora existam vários estudos sobre o desempenho pós-reorganização do *Chapter 11* nos EUA, ainda não houve nenhum estudo em Portugal, pelo menos que seja do nosso conhecimento, que estudasse o desempenho das empresas pós-PER. Portanto, o objetivo deste estudo é colmatar essa falta de dados, fornecendo a primeira descrição detalhada e análise do desempenho pós-reestruturação das empresas em Portugal. Vários autores sugerem que existem vários lapsos legislativos na regulamentação do PER, já profundamente debatidos, que podem levar ao seu uso abusivo e incorreto. Mais especificamente, há vários motivos para crer que as empresas se apresentam a PER já em situação de insolvência atual, dada a elevada falta de controlo. Posto isto, é razoável questionar se não estará a legislação portuguesa a permitir que várias empresas ineficientes, sem viabilidade económica, se reestruem em vez de enveredarem diretamente pelo caminho da liquidação, sendo precisamente esta a nossa primeira questão de pesquisa.

Para responder à nossa primeira questão de pesquisa, começamos por analisar o resultado pós-homologação do plano de recuperação (sucesso ou insucesso) da nossa amostra inicial de 2914 empresas que se apresentaram a PER entre 2012 e 2015. Neste sentido, uma grande percentagem de empresas posteriormente declaradas insolventes ou com uma nova reestruturação, será um grande indício da ineficiência da legislação portuguesa, uma vez que o PER é concebido para revitalizar as empresas, ao invés de ser um estado intermédio para uma nova reestruturação ou declaração de insolvência.

A nossa segunda questão de pesquisa tem que ver com as possíveis diferenças existentes, ao nível de características específicas da empresa e rácios económico-financeiros, entre empresas em PER, empresas em processo de insolvência e empresas saudáveis. Para responder a esta questão, começamos por comparar estes indicadores entre a nossa amostra de empresas em PER que tiveram o seu plano homologado pelo tribunal com duas amostras de controlo - a primeira constituída por empresas declaradas insolventes no mesmo período (que nunca se apresentaram a PER) e a segunda constituída apenas por empresas saudáveis. Supondo que a legislação portuguesa é eficiente no filtro que impõe às empresas que admite a PER, com base nos critérios que prevê, será de esperar que as empresas em PER apresentem rácios financeiros mais próximos dos verificados pelas empresas insolventes, mas rácios económicos mais próximos dos verificados pelas empresas saudáveis. Resolvemos ainda completar esta análise descritiva, com uma análise empírica, avaliando

capacidade explicativa destas variáveis na distinção entre empresas saudáveis, empresas em PER e empresas em processo de insolvência.

Nesse sentido, a nossa primeira variável dependente é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa se apresentou a PER e teve o seu plano homologado pelo tribunal e o valor 0 se a empresa é saudável. O objetivo passa por aferir empiricamente que fatores distinguem empresas em PER de empresas saudáveis, construindo um modelo que permita às empresas prever a sua entrada em PER, com um plano que seja posteriormente homologado pelo tribunal. Esta previsão surge com o intuito de permitir às empresas apresentarem-se a PER atempadamente, por forma a evitar o seu insucesso, melhorando a eficiência da lei – uma vez que, conforme já debatido na parte teórica, um dos principais motivos para o insucesso do PER, poderá ser a adesão tardia por parte das empresas.

Ainda no mesmo sentido, a nossa segunda variável dependente é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa foi declarada insolvente durante o período amostral e assume o valor 0 se a empresa se apresentou a PER e teve o seu plano homologado pelo tribunal. O objetivo passa agora por aferir empiricamente que fatores distinguem empresas em PER de empresas insolventes, construindo um modelo que permita ao tribunal filtrar as empresas que deve admitir aos diferentes processos e que nos permita aferir que fatores estão por detrás desta escolha, para além dos definidos no CIRE que, conforme já debatido, são pouco claros.

A nossa última questão de pesquisa diz respeito aos determinantes do sucesso ou insucesso do plano de recuperação e decidimos testar como determinantes variáveis fundamentais de desempenho operacional, estrutura financeira, características específicas ao nível da empresa bem como variáveis macroeconómicas. Para responder a esta questão adotamos a seguinte definição para separar as reestruturações bem-sucedidas das mal-sucedidas: uma reestruturação mal-sucedida é aquela cuja empresa foi posteriormente declarada insolvente<sup>66</sup> após o seu plano de recuperação ter sido homologado pelo tribunal, ou se apresentou novamente a PER, necessitando de reestruturar novamente a sua dívida. Uma reestruturação bem-sucedida é aquela cuja declaração de insolvência não é conhecida, ou a entrada num segundo PER, até à data da nossa pesquisa e, portanto, a empresa continuou a operar por um período de pelo menos 2 anos (tendo em conta a inclusão na

---

<sup>66</sup> De acordo com a informação publicada no Portal Citius, independentemente do processo de insolvência prever um plano de insolvência com vista à recuperação da empresa, ou ser seguido o caminho da liquidação dos ativos da empresa para posterior rateio final pelos credores.

amostra das empresas que se apresentaram a PER em 2015). Segundo esta definição, identificamos 586 reestruturações falhadas e 927 reestruturações bem-sucedidas.

Na primeira parte da análise, comparamos os principais rácios económico-financeiros, bem como características específicas ao nível da empresa entre as duas subamostras de empresas (que recuperaram *vs* que foram posteriormente declaradas insolventes ou tiveram de sofrer uma nova reestruturação). Pretende-se verificar se era possível através de uma análise cuidada de certas variáveis prever a insolvência destas empresas, aferindo à priori quanto à sua inviabilidade económica que se veio a verificar.

Na segunda parte da análise, estimamos regressões logísticas para investigar os fatores que distinguem as reestruturações bem-sucedidas das que falharam. A nossa variável dependente é uma variável binária, ou *dummy*, que assume o valor 1 se a reestruturação foi bem-sucedida, ou seja, a empresa manteve-se no mercado, não tendo sido declarada posteriormente insolvente nem se apresentado novamente a PER. E assume o valor 0, se a reestruturação foi mal-sucedida, ou seja, a empresa foi posteriormente declarada insolvente ou teve de se apresentar novamente a PER para uma nova reestruturação de dívida.

Tendo em consideração a natureza dicotómica das variáveis dependentes, consideramos teoricamente apropriado aplicar uma modelização *logit*. O procedimento que calcula os coeficientes logísticos compara a probabilidade de um evento suceder com a probabilidade de não suceder e designa-se por *odds ratio* (Hair *et al.*, 1998). A função de probabilidade logística pode ser expressa como:

$$p_j = \text{Prob}(y_j = 1|x_j) = \frac{e^{x_j\beta}}{1 + e^{x_j\beta}}$$

Equação 1

Onde, para a primeira variável dependente,  $p_j$  é a probabilidade da empresa  $j$  ( $j=1, \dots, n$ ) necessitar de uma reestruturação de dívida,  $x_j$  é o vetor de variáveis explicativas que determinam a necessidade de reestruturação e  $\beta$  o vetor dos coeficientes a ser estimado; para a segunda variável dependente,  $p_j$  é a probabilidade da empresa  $j$  ( $j=1, \dots, n$ ) ser diretamente filtrada por um processo de insolvência sem antes tentar uma reestruturação,  $x_j$  é o vetor de variáveis explicativas que determinam esse filtro direto e  $\beta$  o vetor dos coeficientes a ser estimado; para a terceira variável dependente,  $p_j$  é a probabilidade da empresa  $j$  ( $j=1, \dots, n$ ) recuperar, ou seja, o plano de recuperação ser bem-sucedido,  $x_j$  é o vetor de variáveis



explicativas que determinam o sucesso do plano de recuperação e  $\beta$  o vetor dos coeficientes a ser estimado.

Por outro lado, o modelo *logit* desenvolve um “*score*” entre zero e um, através de uma transformação logística, que corresponde à probabilidade de recuperação de cada empresa. Esta transformação é obtida através logaritmo natural do rácio de probabilidades de dois acontecimentos possíveis, em função das diversas variáveis explicativas consideradas, e pode ser definida como:

$$g(p_j) = \ln \left[ \frac{p_j}{1 - p_j} \right] = x_j \beta$$

Equação 2

A importância desta transformação é que  $g(p_j)$  possui muitas das propriedades desejáveis de um modelo de regressão linear. Inclusive, permite que os coeficientes da regressão possam ser interpretados separadamente em função da influência explicativa que exercem sobre a probabilidade estimada de recuperação.

Para o desenvolvimento de cada modelo será feita uma seleção das variáveis mais significativas. Assim, partindo de um conjunto de vários rácios financeiros e económicos, características ao nível específico da empresa e variáveis macroeconómicas, recorreremos à seleção *stepwise* para selecionar para cada modelo os mais significativos. Todas as variáveis testadas estão definidas na tabela 7 do Apêndice 1.

O restante do capítulo está estruturado da seguinte forma: a próxima secção descreve o conjunto de dados e as amostras usadas no estudo. Na secção 3.2 definimos as hipóteses, variáveis e resultados esperados.

### 3.1. Dados e Amostra

A nossa amostra principal é constituída pelas empresas que se apresentaram a PER durante o período de 2012 (desde que este instrumento está disponível no normativo Português) a 2015 e que viram o seu plano de recuperação ser homologado pelo tribunal. A limitação do período até 2015 teve que ver essencialmente com o facto de a generalidade dos planos de recuperação compreenderem um ou dois anos de período de carência, ou seja, apenas após este período é que a empresa começa a cumprir o plano de pagamentos aos credores. Desta forma, é bastante provável que empresas que se apresentaram a PER após 2015 não tenham sido ainda declaradas insolventes, ou não tenham sofrido uma nova reestruturação, mesmo que não sejam providas de viabilidade económica, pelo simples facto

de ainda não terem começado a cumprir com o plano de pagamentos aos credores. Desta forma, a sua inclusão na nossa amostra poderia enviesar os nossos resultados para uma falsa eficiência da lei. Mesmo a inclusão de empresas que se apresentaram a PER em 2015 na nossa amostra, que provavelmente apenas começaram a cumprir o plano de pagamentos em 2017, também pode constituir uma limitação para os nossos resultados, uma vez que o lapso de tempo decorrido ainda é muito curto para aferir quanto à viabilidade económica e efetiva recuperação destas empresas. A nossa amostra foi recolhida manualmente, do Portal Citius, cujo único filtro imposto foi o do período amostral, tendo sido considerada a data de nomeação de AJP como a data de abertura do PER.

Foi inicialmente recolhida uma amostra total de 3277 empresas e informação sobre o nome, NIPC, comarca do tribunal judicial onde decorria o processo, data de abertura do PER e ainda data de homologação do plano de recuperação e data de declaração de insolvência posterior, sempre que aplicável, para cada uma das empresas. Esta informação foi complementada com dados económico-financeiros e características específicas ao nível da empresa, extraídos da base de dados SABI, inserindo o NIPC das empresas, existindo dados disponíveis apenas para 2914 empresas. Para essas empresas recolhemos dados do balanço, da demonstração de resultados e da demonstração de fluxos de caixa para o período de 2010 a 2017. Assim, a nossa amostra inicial recolhida de 2914 empresas que se apresentaram a PER entre 2012 e 2015, para as quais existiam dados contabilístico-financeiros na SABI, será utilizada para realizar análises estatísticas e descritivas oportunas. No entanto, apenas 1513 empresas da nossa amostra inicial, viram o seu plano ser homologado pelo tribunal, e enveredaram pelo caminho da reestruturação, pelo que será esta subamostra que utilizaremos no nosso estudo empírico, nomeadamente na investigação de fatores que distinguiriam reestruturações bem-sucedidas de reestruturações sem sucesso que acabam em processo de insolvência ou numa segunda reestruturação.

Foram ainda recolhidas duas amostras de controlo. A primeira amostra de controlo foi fornecida pela empresa InfoTrust – Informação para negócios Lda., correspondente a 4000 empresas aleatórias declaradas insolventes durante o período amostral (2012-2015), com base na informação publicada pelo Portal Citius. Respeitante a esta amostra foi fornecida informação sobre o nome, NIPC, comarca do tribunal judicial onde decorria o processo e data da declaração de insolvência. Esta informação foi complementada com dados económico-financeiros e características específicas ao nível da empresa, extraídos da base de dados SABI, inserindo o NIPC das empresas, existindo dados disponíveis apenas para 3597

empresas, das quais excluímos 226 porque se tinham apresentado a PER antes de serem declaradas insolventes e, portanto, já estavam incluídas na nossa amostra principal. Foram ainda eliminadas 6 empresas com base na sua natureza jurídica, sendo a nossa amostra final constituída por 3363 empresas. A segunda amostra de controlo corresponde a 33634 empresas saudáveis, extraídas aleatoriamente da base de dados SABI, para as quais foi retirado o mesmo conjunto de dados económico-financeiros. O número de empresas saudáveis foi escolhido tendo por base o estudo de Succurro (2017), onde a autora concluiu que a percentagem de insolvências em relação a empresas saudáveis no ano de 2015 era, em média, de aproximadamente 10%, para seis países europeus (França, Alemanha, Itália, Portugal, Espanha e Reino Unido). Apesar da pesquisa da autora apenas ter por base o setor da manufatura, decidimos aplicar a mesma percentagem na nossa amostra.

Consultamos ainda a base de dados do Banco de Portugal, com vista à obtenção das taxas de juros praticadas nos novos empréstimos concedidos por instituições financeiras monetárias residentes em Portugal às empresas não financeiras, à obtenção da taxa de câmbio euro/dólar e ainda do crédito “mal-parado”, descrito como crédito vencido concedido por instituições financeiras monetárias a sociedades não financeiras. Recorremos à base de dados Eurostat para obter informação relativa a duas variáveis consideradas neste estudo, designadamente a taxa de crescimento real do produto interno bruto (PIB) e a taxa de variação média anual da inflação harmonizada ao consumidor. E, por fim, obtemos dados relativos ao índice bolsita PSI 20, a partir da base de dados da Euronext Lisbon.

### **3.2. Hipóteses, Variáveis e Resultados Esperados**

Conforme já referido, para ser admitido a PER, o devedor terá de se encontrar numa situação económica difícil, ou de insolvência meramente iminente, mas que ainda seja suscetível de recuperação. Assim, apesar de todas as limitações já profundamente debatidas relativas a estes critérios no ponto 2.2., o devedor deverá estar com dificuldade em cumprir as obrigações, o que podemos traduzir numa degradação financeira. No entanto, o legislador também impôs o filtro (pelo menos teoricamente) da viabilidade económica às empresas que admite a revitalização. Seguindo estes critérios previstos pela nossa legislação, para além de serem incluídas nas nossas hipóteses características específicas ao nível da empresa, serão também incluídos rácios económicos e financeiros, inclusive os que incluem *cash-flows*. Por fim, será ainda testada a influência da internacionalização da empresa e de variáveis macroeconómicas, dada a sua relevância em estudos anteriores.

### 3.2.1. Hipóteses

Nesta secção iremos formular as hipóteses, baseadas em literatura anterior, que pretendemos testar no nosso estudo empírico.

**H1: Existem características específicas ao nível da empresa, tais como o setor de atividade a que pertencem, dimensão e natureza jurídica que influenciam a probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente e a probabilidade de a empresa ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER.**

#### **Setor de atividade**

Algumas indústrias/setores de atividade podem ter mais especificidade de ativos do que outras, o que pode afetar sistematicamente as diferentes probabilidades. Investigaremos o efeito da indústria da empresa, incluindo um grupo de variáveis *dummy* do setor de atividade na estimação.

#### **Dimensão**

Flynn (1989) estima que a probabilidade de recuperação é cerca de 5 vezes maior para casos em que o ativo é superior a 1 milhão de dólares do que para casos em que o ativo é inferior. Uma vez que 80% dos casos envolvidos no *Chapter 11* (reestruturação) desde 1979 envolvem ativos inferiores a 1 milhão, alguns autores sugerem que o *Chapter 11* devia estar orientado para grandes empresas e as pequenas e médias deviam entrar diretamente no *Chapter 7* (insolvência).

Baird (1993) separa as empresas do *Chapter 11* em três grupos. O primeiro grupo compreende pequenas e médias empresas com ativos inferiores a 500.000 dólares e representa mais de dois terços das empresas no *Chapter 11*. O segundo grupo compreende estritamente empresas de tamanho significativo (ativos superiores a 500.000 dólares). O terceiro grupo compreende apenas empresas cotadas. O autor conclui que a probabilidade de sobreviver ao *Chapter 11* está fortemente correlacionada ao tamanho da empresa. Por exemplo, menos de 10 por cento das empresas no grupo de pequena e média dimensão emergem do *Chapter 11*. O autor conclui ainda que para essas empresas o *Chapter 11* é simplesmente uma estação para uma eventual liquidação.

Também no modelo de Bulow e Shoven (1978) podemos encontrar que a probabilidade da coligação entre credores e acionistas optarem por reestruturação em detrimento da insolvência aumenta com a dimensão da empresa. Podemos presumir que o aumento da probabilidade de a coligação escolher a reestruturação com a dimensão da empresa, decorre da sua percepção de sucesso do plano também aumentar.

Podemos esperar assim que a dimensão exerça um efeito positivo na probabilidade de um plano de recuperação ser bem-sucedido e um efeito negativo na probabilidade de uma empresa ser diretamente filtrada por um processo de insolvência. Quanto ao efeito da dimensão na probabilidade de uma empresa necessitar de uma reestruturação, teoricamente faria mais sentido que uma empresa com maior volume de ativos tivesse menor probabilidade de entrar em dificuldades financeiras. No entanto, o facto de apenas as maiores empresas terem meios fazer face aos elevados custos inerentes ao PER, leva-nos a esperar um efeito positivo da dimensão na probabilidade de uma empresa se apresentar a PER.

#### **Natureza jurídica:**

Sendo as sociedades anónimas auditadas<sup>67</sup> têm um duplo grau de controlo sobre as contas. Quando a empresa entra numa situação económica e financeira difícil o auditor ao avaliar a continuidade lança um conjunto de alertas e controlos, fazendo com que uma Sociedade Anónima aja de forma mais rápida e mais prudente. Desta forma, a empresa tem menos espaço para manipular as contas e a sua saúde financeira, evitando a adesão tardia demais ao PER e consequentemente aumentando a probabilidade de este ser bem-sucedido.

Espera-se ainda que o tipo de gestão mais profissionalizado e ajustado às exigências de mercado, muito mais característico das sociedades anónimas que das sociedades por quotas, tenha como consequência uma menor probabilidade de as S.A. entrarem em dificuldades financeiras e no caso de entrarem, uma menor probabilidade de serem diretamente filtradas por um processo de insolvência.

**H2: A internacionalização de uma empresa influencia a sua probabilidade de entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente ou de ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER.**

---

<sup>67</sup> Artigo 413º do CSC

A hipótese considerada consiste no facto de empresas com maior grau de internacionalização poderem apresentar probabilidades diferentes de entrar em dificuldades financeiras face a empresas cujas vendas ou prestação de serviços se destinam predominantemente ao mercado interno.

Se por um lado as empresas que se internacionalizam se deparam com elevados custos afundados de entrada assim como a exposição da empresa face a realidades distintas e díspares que não controlam, nomeadamente todos os regulamentos e normas em vigor nos diversos países<sup>68</sup>, por outro lado, a internacionalização sob a vertente exportadora permite alargar o potencial mercado de venda, diversificando-o e permitindo que as empresas não estejam dependentes da volatilidade da procura interna. Empresas que consigam internacionalizar-se com sucesso criam uma estrutura que as torna mais estáveis e robustas, portanto com uma menor propensão à insolvência e maior propensão à recuperação. Neste sentido, pela crescente importância da internacionalização, é expectável que esta seja uma variável a considerar no modelo de previsão não antevendo antecipadamente o seu sinal esperado.

No presente trabalho, a variável internacionalização será definida como uma variável *dummy* igual 1 se a empresa importa/exporta ou igual a 0 caso não tenha qualquer ligação com o mercado externo.

**H3: A probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente ou ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER está positivamente relacionado com os gastos com pessoal da empresa e os seus créditos fiscais e negativamente relacionado com os seus MFL.**

### **Gastos com o pessoal**

Em princípio, quanto maiores os custos laborais, maior o peso destes custos sobre os resultados operacionais. E, num mercado de trabalho e leis laborais que se caracterizam em Portugal por alguma rigidez, uma empresa com um elevado número de empregados e gastos com o pessoal, poderá ter mais dificuldades em adaptar-se a um ciclo mais recessivo.

### **Meios Financeiros Líquidos**

---

<sup>68</sup> Seja ao nível de produto, de mercado, forma de relacionamento com os seus potenciais clientes, os riscos políticos e sociais ou ainda riscos de crédito e financiamento.

Martel (1995; 2003) propõe um modelo de teoria do jogo em que as empresas viáveis podem usar a estrutura do plano de pagamentos previsto no plano de recuperação, com o objetivo de reduzir a possibilidade de uma insolvência. De acordo com o estudo, as empresas podem sinalizar a sua viabilidade aumentando a proporção dos primeiros pagamentos previstos no plano. Em termos empíricos, o autor descobre que a probabilidade de sucesso da reestruturação aumenta com a proporção de pagamentos de curto prazo (dentro de três a seis meses) aos credores, o que é consistente com o papel informativo desempenhado pela estrutura do plano de pagamentos.

Usando uma abordagem diferente Fisher e Martel (1995) encontram um resultado semelhante. Com base na sua análise econométrica do voto dos credores no plano de recuperação, concluem que a probabilidade de aprovação de um plano aumenta com a proporção de pagamentos em dinheiro no plano. Novamente, este resultado é consistente com a visão de que as empresas viáveis podem usar a estrutura dos pagamentos previstos no PER para se separarem de empresas não viáveis, reduzindo assim a incidência de serem filtradas pela falência.

Também de acordo com o modelo de Bulow e Shoven (1978), a probabilidade da decisão dos acionistas e credores bancários recair sobre a reestruturação em detrimento da insolvência, aumenta com o valor de *cash*, entre outras variáveis.

Perante tais conclusões, uma vez que não temos acesso à estrutura do plano de pagamentos previstos no plano de recuperação, parece-nos aceitável presumir que não só a probabilidade de os credores aprovarem o plano está relacionada com a variável *cash*, como também a probabilidade da empresa efetivamente recuperar.

### **Créditos Fiscais**

As dívidas fiscais são conhecidas por ter um efeito significativamente negativo sobre a probabilidade de aprovação (Fisher e Martel, 1995) e sobre a probabilidade de sucesso (Martel, 1994) de um plano de recuperação. As dívidas fiscais podem ser interpretadas pelos credores como um sinal de problemas financeiros recorrentes de uma empresa (por exemplo, grandes reclamações fiscais pendentes podem indicar dificuldades de gestão de caixa contínuas), reduzindo a confiança dos credores de que o plano de reorganização terá sucesso. Mais ainda, o reembolso integral dos créditos fiscais é, como já vimos, geralmente uma condição para a aprovação judicial de um plano de recuperação. Quanto maior forem os créditos fiscais, maior o fardo financeiro de uma empresa em recuperação com restrição de

*cash* e, por consequência, menor a probabilidade do plano de recuperação ser aprovado pelos credores.

Por outro lado, se o principal credor da empresa for o Estado e a coligação bancária e os restantes credores pouco papel tiverem na decisão de aprovação do plano, será de esperar que este privilegie a manutenção da atividade.

Em suma, parece razoável permitir a possibilidade de os créditos fiscais afetarem não só a decisão de optar pelo PER, como opção alternativa à insolvência, mas também do seu sucesso.

**H4: A probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente ou ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER está negativamente relacionada com a rentabilidade e atividade da mesma.**

Um dos requisitos para a apresentação a PER previsto na legislação portuguesa é o devedor ser suscetível de recuperação, suscetibilidade esta não definida no código, tornando-se um conceito meramente abstrato, subjetivo e de fácil manipulação. Ainda assim, por questão de lógica, depreende-se do conceito que a empresa tenha viabilidade económica para se manter no mercado. Face ao exposto, consideramos como rácios económicos os relacionados com a rentabilidade e atividade da empresa e ainda os que incluem CFO.

A inclusão dos CFO prende-se com o facto de quando as empresas entram em dificuldades financeiras, um dos primeiros indícios é a deterioração da tesouraria, ou seja, a falta de liquidez. E tal deterioração é rebatida nos *cash-flows* líquidos, mais concretamente através da sua diminuição: as entradas de *cash* diminuem quando as obrigações a pagar são as mesmas. Por outras palavras, a diminuição dos *cash-outflows* é muito mais lenta que a diminuição dos *cash-inflows*, o que em termos líquidos é de verificação imediata. Mais ainda, este indicador é bastante mais fiável que alguns rácios financeiros e inclusive os resultados, uma vez que a empresa consegue manipular resultados, mas não consegue manipular CF's. Assim uma empresa depois de se apresentar a PER, pode ter tendência a manipular os resultados, dando indícios de recuperação de forma a evitar entrar em processo de insolvência, mas não consegue manipular os CF's. E, uma vez que estes se deterioreem, a empresa entrará em incumprimento do plano de pagamentos aos credores e estes executarão a dívida e provavelmente irão requerer a sua insolvência.



Estudos anteriores também alertam para o facto de os rácios financeiros poderem ser manipulados pelos gestores, de forma a representarem situações mais favoráveis e daí a importância de se analisar rácios CF's (Gupta *et al.*, 2014) - empresas que não geram CFO suficientes, perdendo a capacidade de fazer face às suas obrigações, são mais suscetíveis de entrarem em insolvência. Ainda assim, a literatura anterior encontra-se dividida por estudos que encontram nos CFO poder preditivo incremental aos modelos de previsão de falências e por estudos em que o mesmo não se verifica.<sup>69</sup>

**H5: A probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente ou ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER é influenciada pelo seu endividamento.**

O rácio de endividamento Ativos/Dívidas é conhecido por aumentar a probabilidade de um plano de recuperação ser bem-sucedido (Martel, 1994), explicando o facto de os credores preferirem planos com um rácio elevado e, por sua vez, por que os gestores de empresas com altos rácios de Ativos/Dívidas são mais propensos a escolher a reorganização em detrimento da liquidação (Fisher e Martel, 2009). Tais conclusões sugerem que um menor endividamento estará intimamente relacionado com a maior probabilidade de recuperação da empresa. No entanto, note-se aqui mais uma vez a dupla realidade que este indicador pode trazer nas empresas em causa. Uma vez que as empresas podem ter recorrido ao PER porque estavam com dificuldade em obter crédito, um aumento dos financiamentos obtidos, pode resolver grande parte dos problemas de financiamento da empresa e incrementar a recuperação. Esta segunda realidade surge na ótica de que o financiamento é o tónico de que as empresas, ou os devedores em geral, mais precisam, assentes no pensamento de que “*não há nenhum devedor que seja insuscetível de recuperação se lhe derem liquidez ou crédito suficiente para satisfazer as suas obrigações*” (Leitão, 2017).

---

<sup>69</sup> Gentry *et al.* (1985) demonstram que os componentes de CF são uma alternativa viável na classificação das empresas em falidas ou não falidas. No entanto, tal como em Casey e Bartczak (1985) os CFO não dão poder preditivo incremental aos modelos de previsão de falências. Charitou *et al.* (2004), ao contrário de estudos anteriores, concluíram que os CFO apresentam poder discriminatório na previsão de falências, com uma amostra de 51 pares de empresas indústrias (falidas e não falidas) do Reino Unido, entre 1988 e 1997. Mais recentemente, Gupta *et al.* (2014) foram os primeiros a examinar a utilidade da informação dos CFO na explicação das dificuldades financeiras nas PME's do Reino Unido e confirmam que os CFO não adicionam poder discriminatório aos modelos de previsão de falências.

Qual dos efeitos sobressai, e se este é significativo é o que pretendemos avaliar. Também Liu (2004), na sua análise dos efeitos de determinadas variáveis macroeconómicas sobre a probabilidade de falência das empresas do Reino Unido, no período de 1966 a 1999, concluiu que a concessão de crédito às empresas tem também dois efeitos distintos, no curto prazo está negativamente relacionada com a taxa de falência e positivamente relacionada no longo prazo;

**H6: A probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente ou ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER está negativamente relacionada com a sua autonomia financeira e solvabilidade.**

O rácio de autonomia financeira, isto é, a percentagem de ativos da empresa (do seu património) que é financiada pelos seus capitais próprios, também é suscetível de aumentar a probabilidade de recuperação da empresa. Este rácio deve ser definido pelos gestores, por forma a garantir que a empresa não entre em risco de solvabilidade: quando a percentagem de ativos financiados por capitais próprios é baixa, a empresa torna-se mais dependente de capitais alheios, aumento assim a sua vulnerabilidade.

**H7: A probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente ou ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER está negativamente relacionada com a sua cobertura.**

Rácios que refletem a cobertura da empresa, como por exemplo Ativo corrente/Passivo corrente que permite aferir a relação de ativo de curto prazo que está a ser financiado por passivo de igual maturidade, tornam expectável que quanto maior este indicador menor a probabilidade da empresa entrar em dificuldades financeira e caso entre, menor a probabilidade de ser declarada insolvente e maior a probabilidade de conseguir recuperar. Também é expectável que o rácio de viabilidade financeira,  $EBIT / (\text{Passivo Corrente} + \text{Despesas com juros})$  exerça o mesmo efeito, na medida em que essa situação identifica resultados de exploração positivos, que estão a fazer a face aos encargos financeiros.

**H7: A probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente ou ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER está negativamente relacionada com a sua liquidez.**

Note-se que um dos requisitos para a adesão a PER previsto na legislação portuguesa, é uma situação económica difícil da empresa. Segundo o CIRE, “*encontra-se numa situação económica difícil o devedor que enfrenta dificuldades sérias para cumprir pontualmente as suas obrigações, designadamente por falta de liquidez ou por não conseguir obter crédito*”. Assim sendo, depreende-se que as empresas quando se apresentam a PER, apresentam elevada falta de liquidez, que pretendem resolver através de uma reestruturação da sua dívida. Por outras palavras quanto menor a liquidez da empresa maior a probabilidade de necessitar de uma reestruturação de dívida e maior a probabilidade de ser declarada insolvente. Por outro lado, espera-se que quanto maior for a liquidez da empresa, aquando da apresentação a PER, e a sua melhoria com a reestruturação de dívida, maior probabilidade da empresa cumprir o plano de pagamentos implícito no plano de recuperação, e se manter no mercado.

**H8: A probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente ou ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER está correlacionada com os seus CFF.**

Optamos por incluir também os CFF uma vez que estes indicam que a empresa está a pagar operações com recurso ao crédito. Por outras palavras, se os CFF sofrem um aumento significa que a empresa recorreu ao crédito, e por sua vez o passivo total aumentou, o que no Curto Prazo vai dar origem a um stress financeiro maior porque se as operações não geram CFO suficiente para fazer face a despesas operacionais, quanto mais para fazer face a despesas de financiamento. Em suma, o aumento de CFF por si só, não é um sinal de stress financeiro, pode simplesmente refletir um aumento do investimento, mas conjugado com um CFO em queda, ou negativo, pode ser um indicador de stress financeiro.

Por outro lado, se os CFF sofrem uma redução, significa que os empréstimos bancários estão a diminuir, uma vez que estou a pagar mais do que a receber (*cash-inflows < cash-outflows*). E se os empréstimos bancários estão a diminuir, mas o passivo total está a aumentar significa,

no fundo, que a empresa está a perder a capacidade de obter crédito junto dos credores bancários. A questão que se impõe é como é que a empresa irá cobrir este corte no financiamento com o restante do passivo a aumentar? Terá que ser através dos CFO, ou a empresa acabará por entrar em dívida com os fornecedores. Da mesma forma, uma diminuição dos CFF por si só, não é um sinal de stress financeiro, mas conjugado com um CFO em queda, ou negativo, numa situação em que o passivo total está a aumentar pode tornar-se num sinal de dificuldades financeiras.

Neste sentido, construímos dois rácios definidos como CFF/Passivo não bancário e ainda CFF/Passivo total e iremos verificar qual dos efeitos (redução ou aumento dos CFF) é que mais tem efeito na probabilidade da empresa se apresentar a PER e do mesmo ser posteriormente bem-sucedido.

**H9: A probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida, de ser diretamente declarada insolvente ou ver o seu plano de recuperação ser mal-sucedido, caso se apresente a PER está positivamente relacionada com a taxa de juro, com a taxa de câmbio euro/dólar, e o crédito mal-parado e negativamente relacionada a taxa de crescimento do PIB.**

### **Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB)**

Esta variável é considerada com o intuito de avaliar o efeito que os ciclos económicos (expansão, contração e recessão) têm sobre a situação económica e financeira das empresas e a sua eventual propensão para a recuperação ou insolvência das empresas.

### **Taxa de juro praticada nas novas operações de financiamento às empresas**

Consideramos esta variável no pressuposto que uma subida nas taxas de juro agregadas às empresas terá como consequência um aumento do peso dos encargos financeiros nos resultados operacionais, afetando rácios financeiros como a cobertura. As empresas tornam-se deste modo, financeiramente mais vulneráveis, em particular as empresas que fruto da sua atividade necessitem de realizar investimentos, nomeadamente em ativos tangíveis, com recursos a capitais alheios.

### **Taxa de variação média da inflação**

A inflação está correlacionada com os ciclos de expansão/recessão e com os custos diretos operacionais a suportar pelas empresas tais como os custos das matérias-primas, mão-de-obra, investigação e desenvolvimento, entre outros. Deste modo, os lucros das empresas

tornam-se mais voláteis, prejudicando a sua capacidade de proceder ao reembolso da dívida já contraída, ou seja, do cumprimento do plano de pagamentos previsto no plano de recuperação. Wadhvani (1986) argumenta que a inflação, através do efeito sobre as taxas de juros nominais, poderá aumentar o valor dos juros que as empresas são obrigadas a suportar decorrente do endividamento contraído, sugerindo que as empresas que apresentem dificuldade em obter novos financiamentos poderão evidenciar problemas de tesouraria.

Admitimos assim que é expectável que o aumento da taxa de inflação esteja negativamente relacionado com a probabilidade de recuperação da empresa.

### **Taxa de câmbio euro/dólar**

A inclusão desta variável surge igualmente com objetivo de avaliar o impacto da internacionalização. E, neste sentido, a nossa intuição é de que a diminuição das exportações, causada pela valorização do euro, leve a uma maior probabilidade de uma empresa entrar em dificuldades financeiras.

### **Crédito mal-parado**

O aumento de incumprimento generalizado é, por si só, um sinal de que as empresas não estão numa situação financeira muito favorável, estando inclusive com falta de liquidez para o cumprimento das suas obrigações atempadamente. Esta situação acaba por criar um efeito “bola de neve”: o incumprimento gera maior inflexibilidade por parte das instituições financeiras em conceder crédito, crédito este que poderá ser o tónico necessário para a empresa recuperar, e por sua vez, levá-la, no limite, a uma situação de insolvência.

#### **3.2.2. Variáveis e Resultados Esperados**

As variáveis explicativas incluídas nos modelos *logit*, por apresentarem maior significância individual e global, encontram-se descritas na tabela seguinte, bem como o seu sinal esperado. Estas variáveis, por serem as mais significativas, foram também as utilizadas na análise descritiva.

**Tabela 1 – Definição das variáveis e sinais esperados**

Variável Explicativa	Definição	Sinal Esperado		
		V.dep 1	V.dep 2	V.dep 3
Painel A: Características Específicas da Empresa				
Dummy Sociedade por Quotas	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa é uma Sociedade Anónima ou o valor 0 se a empresa é uma Sociedade por Quotas	+	+	+
Dimensão	Logaritmo do ativo total	+	-	-

Setor de atividade	Grupo de variáveis <i>dummy</i> em função da secção da CAE, descritas no Anexo 2	+/-	+/-	+/-
<b>Painel B: Internacionalização</b>				
Internacionalização	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa importa ou exporta ou o valor 0 se a empresa não importa nem exporta	+/-	+/-	+/-
<b>Painel C: Variáveis contabilísticas</b>				
Gastos com o Pessoal	Gastos com o pessoal	+	+	+
Créditos fiscais	Rubrica do passivo: estado e outros entes públicos	+	+	+
Meios financeiros líquidos (MFL)	Caixa + Depósitos bancários	-	-	-
<b>Painel D: Rácios Económicos</b>				
<b>Rentabilidade</b>				
ROA (Rentabilidade líquida do ativo)	Resultado Líquido/Ativo Total	-	-	-
Rentabilidade operacional do ativo	Resultado antes de juros e impostos/Ativo total	-	-	-
<b>Atividade</b>				
Rotação do Ativo corrente	Volume de Negócios/Ativo corrente	-	-	-
Tempo Médio de Pagamento (TMP)	$TMP = [Fornecedores / (CMVMC + FSE)] * 365$	+	+	+
<b>Cash-flow Operacional</b>				
CFO/Passivo	Cash-flow Operacional/Passivo total	-	-	-
CFO/Juros	Cash-flow Operacional/Despesas com juros	-	-	-
<b>Painel E: Rácios Financeiros</b>				
<b>Cash-flow Financiamento</b>				
CFF/Passivo não bancário	Cash-flow financiamento/ (Passivo Total-Financiamentos obtidos)	+	-	-
CFF/PT	Cash-flow financiamento /Passivo total	+	-	-
<b>Cobertura</b>				
AC/PC	Ativo Corrente/Passivo corrente	-	-	-
Cobertura da dívida financeira corrente	EBITDA/ (Passivo Corrente + Despesas com juros)	-	-	-
Cobertura dos custos financeiros	EBITDA/Despesas com juros	-	-	-
<b>Alavancagem Financeira</b>				
Autonomia Financeira	AF = Capital Próprio/Ativo total	-	-	-
Endividamento	Passivo total/Ativo total	+	-	-
Dummy alto endividamento	Variável <i>dummy</i> igual 1 se o rácio de endividamento da empresa é maior que 0,7	+	-	-
Solvabilidade	Capital Próprio/Passivo Total	-	-	-
Estrutura do Endividamento	Passivo Corrente/Capital Próprio	+	+	+
<b>Liquidez</b>				

<b>Liquidez imediata</b>	Meios Financeiros Líquidos/Passivo Corrente	-	-	-
<b>Liquidez reduzida</b>	(Ativo Circulante-Inventários) / Passivo Corrente	-	-	-
<b>Painel F: Indicadores Macroeconómicos</b>				
<b>Taxa de Crescimento do PIB</b>	Variação percentual do PIB em relação ao ano anterior	-	-	-
<b>Taxa de Juro praticada nas novas operações de financiamento às empresas</b>	Taxa de juro praticada nas novas operações concedidas por instituições financeiras a sociedades residentes na zona euro, dado que esta informação é disponibilizada com uma periodicidade mensal procedemos ao cálculo da sua média anual.	+	+	+
<b>Taxa de variação média da Inflação</b>	Taxa de variação média do IPC - ano base 2012			
<b>Tx de câmbio €/ \$</b>	Foram obtidos os dados diários e procedemos ao cálculo da média anual	+	+	+
<b>Crédito mal-parado</b>	Empréstimos de instituições financeiras monetárias a sociedades não financeiras - Créditos vencidos - dados mensais e procedemos ao cálculo da média anual	+	+	+

## **4. Resultados**

### **4.1. O desempenho das empresas pós-PER – Resultados Univariados**

Nesta secção, usamos três medidas para avaliar o desempenho das empresas pós-homologação do plano de recuperação. Em primeiro lugar, analisamos se a empresa reorganizada permaneceu fora de qualquer procedimento de insolvência, seja este um processo de insolvência ou um segundo PER, após ver o seu plano de recuperação confirmado/homologado pelo tribunal. Em segundo lugar, avaliamos o desempenho das empresas em PER, comparando algumas das suas características, bem como rácios económicos e financeiros, com empresas insolventes e empresas saudáveis. Por último, comparamos as características das empresas reestruturadas que continuam a operar com aquelas que foram posteriormente declaradas insolventes. Tentaremos aferir se era possível prever a declaração de insolvência das empresas, através de uma análise cuidada de certas variáveis.

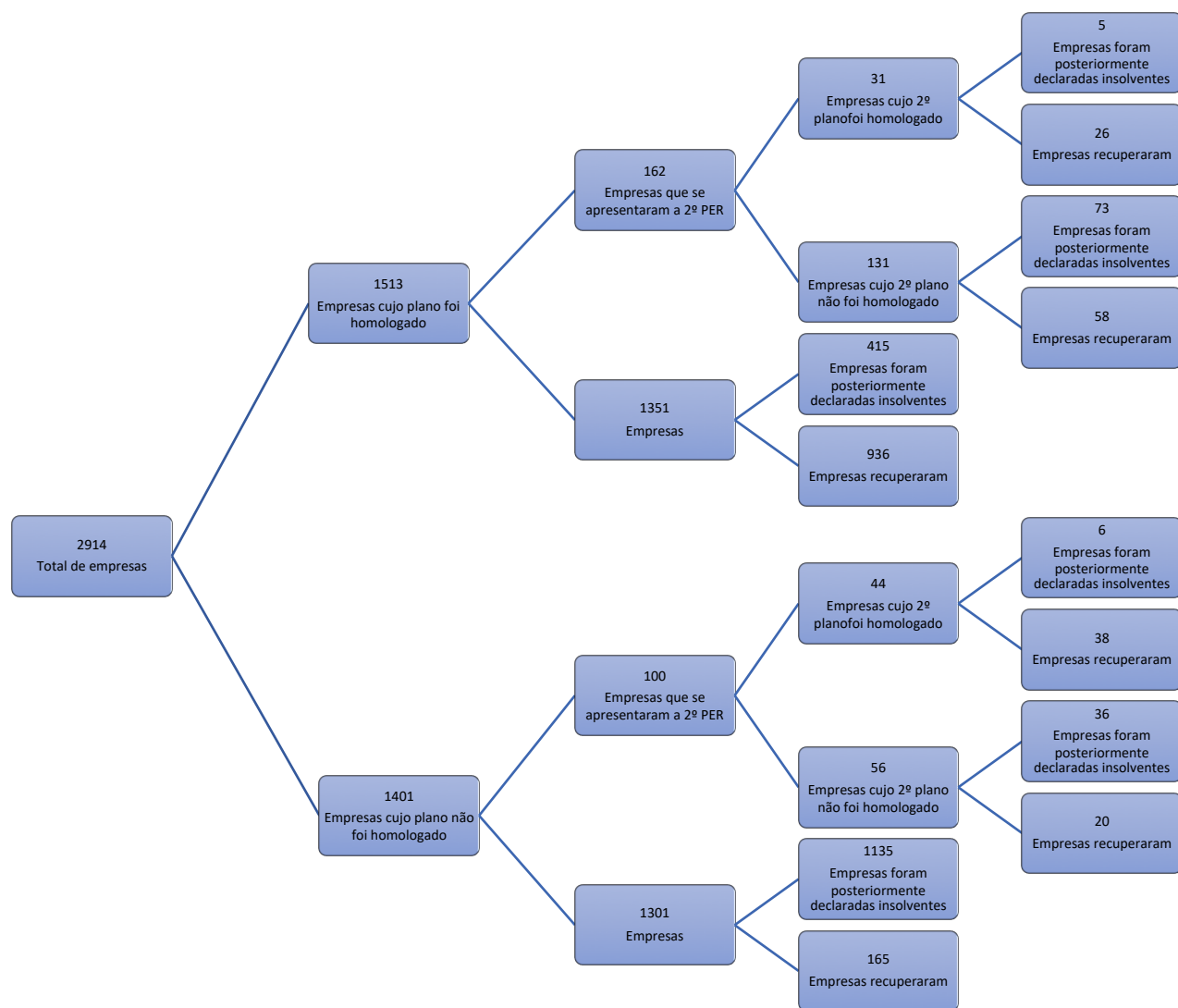
#### **4.1.1. Resultado pós-homologação do plano de recuperação**

Os sistemas de insolvência variam em todo o mundo, mas a maioria dos códigos prevê dois tipos processos: liquidação e reorganização, sendo que um sistema eficiente incentivaria a reorganização de empresas viáveis e a liquidação das não viáveis. Assim, quando uma empresa é admitida a uma reorganização, é elaborado um plano de recuperação, que consiste essencialmente num acordo de reestruturação de dívida com os credores, com vista à revitalização da empresa, retornando a um estado saudável. No entanto, na prática, estes planos falham muitas vezes, e as empresas precisam de uma nova reestruturação ou acabam mesmo por entrar em liquidação. Em Portugal, quando uma empresa não consegue cumprir o plano de pagamentos aos credores previsto no plano de recuperação, os credores acabarão por requerer a sua insolvência, que acabará por ser decretada pelo tribunal, comprovando-se o não cumprimento do plano. Uma forma de os devedores evitarem a insolvência, assim que percecionem a dificuldade no cumprimento das suas obrigações, é enveredarem por nova reestruturação, particularmente ou apresentando-se novamente a PER. Esta avaliação deu origem a inúmeros estudos<sup>70</sup> relacionados com o desempenho das empresas pós-reorganização, nomeadamente na investigação se a entidade reorganizada permaneceu fora de processos legais de insolvência após a homologação do plano de recuperação.

---

<sup>70</sup> (Denis e Rodgers, 2007; Gilson, 1997; Hotchkiss, 1995; Lopucki e Whitford, 1992).





**Figura 2 – Diagrama do resultado do PER (recuperação, nova reestruturação de dívida ou insolvência)**

Fonte: Elaboração própria, com dados recolhidos manualmente do portal do Citius

Das 2 914 empresas da nossa amostra inicial, 262 (9%) entraram novamente em PER, entre a data da sua primeira apresentação a PER, até à data da nossa pesquisa. Esta percentagem pode estar subestimada por dois motivos: em primeiro lugar, não inclui empresas que reestruturaram novamente as suas dívidas particularmente, ou seja, através de um meio extrajudicial; em segundo lugar, o tempo entre a data da primeira apresentação a PER e a data da nossa pesquisa é relativamente curto para algumas empresas<sup>71</sup>. Note-se que esta percentagem de apresentação a PER uma segunda vez, ainda que próxima, é menor do que para as empresas que se reorganizam nos EUA – A título de exemplo, Hotchkiss (1995) relata uma percentagem de 17,8% e Denis e Rodgers (2007) relatam uma percentagem de 12,1%. No entanto, 1670 empresas da nossa amostra inicial, aproximadamente 57,3%, foram posteriormente declaradas insolventes, uma percentagem muito maior do que as relatadas para empresas dos EUA - Gilson (1997) relata uma percentagem de 25%, enquanto que Denis e Rodgers (2007) relatam uma taxa de apenas 2,8%. Esta elevada taxa sugere claramente a presença do erro tipo I no sistema português de insolvências e recuperação de empresas, isto é, uma tendência para reestruturar empresas ineficientes. De facto, conforme já debatido, o CIRE é um código orientado para o devedor e, por conseguinte, favorece a reorganização de empresas viáveis e inevitavelmente, conduz à continuação de empresas não viáveis.

Aprofundando, podemos ainda aferir a percentagem de empresas que viram o seu plano de recuperação ser homologado pelo tribunal no total das empresas e repetir a análise anterior. Verificamos que 1513 empresas, aproximadamente 52% da nossa amostra inicial, viram o seu plano ser homologado pelo tribunal e verificamos ainda que a percentagem de posteriores insolvências diminui para aproximadamente 33% (493 empresas). Da mesma forma, verifica-se que 1401 empresas (48% da nossa amostra) não viram o seu plano de recuperação ser homologado pelo tribunal e aproximadamente 84% (1177 empresas) foram posteriormente declaradas insolventes.

Verifica-se assim uma taxa de insolvências muito maior para as empresas que não têm o seu plano de recuperação homologado pelo tribunal. Não obstante, torna-se difícil tirar conclusões claras quanto à (in)eficiência da lei apenas perante estas estatísticas. Isto, porque poderíamos criar uma falsa primeira intuição de que a nossa legislação impõe um filtro

---

<sup>71</sup> Muitas das empresas da nossa amostra que se apresentaram a PER em 2015, apenas viram o seu plano de recuperação ser homologado em 2016 e provavelmente ainda nem começaram a cumprir com o plano de pagamentos aos credores, previsto no plano de recuperação. Para essas empresas, onde o lapso de tempo decorrido ainda é muito curto, a sua apresentação a um segundo PER é ainda possível e quicá provável.

eficiente nas empresas cujos planos de recuperação homologa apenas porque as restantes registam taxas de insolvência maiores – nunca saberemos se as restantes, caso tivessem enveredado pela recuperação não se manteriam no mercado e evitado a insolvência (erro tipo II). Por outro lado, é muito mais imediato de verificar que a nossa legislação é (in)eficiente em cerca um terço dos planos que homologa, dada a sua posterior insolvência (erro tipo I).

Ainda no mesmo sentido, podemos aferir quantas empresas que tiveram o seu plano de recuperação homologado pelo tribunal, tiveram de sofrer uma nova reestruturação, configurando-se o insucesso da primeira. Verificamos assim que das 1513 empresas que tiveram o seu plano homologado pelo tribunal, 162 (11%) se apresentaram novamente a PER: das quais apenas 31 empresas (19%) viram os seus planos serem homologados novamente e das quais 5 empresas (16%) foram posteriormente declaradas insolventes. Das 131 empresas que não viram o 2º PER ser homologado, 73 (56%) foram posteriormente declaradas insolventes.

Repetindo a mesma análise para as 1401 empresas que não viram o seu plano ser homologado pelo tribunal, verificamos que 100 empresas (7%) se apresentaram novamente a PER, das quais 44 (44%) viram o seu plano de recuperação ser homologado novamente e das quais apenas 6 foram posteriormente declaradas insolventes. Note-se, antes de mais, que a percentagem de homologação de um segundo plano de recuperação é muito mais provável (mais do dobro) para as empresas cujo primeiro plano não foi homologado (44% *vs* 19%). Mais ainda, podemos concluir com este resultado que o tribunal tomou uma má decisão em não homologar o plano aquando da primeira apresentação a PER em 38 casos, uma vez que acabou por homologar um segundo plano e até à data não é conhecido o seu insucesso. Das 56 empresas cujo plano de recuperação voltou a não ser homologado, 36 (64%) foram posteriormente declaradas insolventes. Verificamos assim que 20 empresas se apresentaram duas vezes a PER, cujos planos de recuperação nunca foram homologados, mas cuja data de declaração de insolvência das mesmas não é conhecida até à data. Face ao exposto podemos legitimamente questionar-nos à cerca das motivações destas empresas na sua apresentação a PER, uma vez que nunca teve um plano de recuperação aprovado pelos credores e homologado pelo tribunal, apesar das suas duas tentativas, mas mesmo assim mantiveram-se no mercado.

Face ao exposto, verificamos que aproximadamente 38% das empresas (577) que tiveram o seu plano de recuperação homologado pelo tribunal o viram falhar, pois foram posteriormente declaradas insolventes ou tiveram de se apresentar novamente a PER. Mais

uma vez, evidenciamos o facto do sistema português incentivar à reestruturação de empresas ineficientes, que mesmo conseguindo a aprovação dos credores e a homologação do plano de recuperação pelo tribunal, este acaba por falhar. Tal evidência também parece estar presente no *Chapter 11* dos EUA, uma vez que, de acordo com Jensen-Conklin (1992), 53% de uma amostra de planos de recuperação homologados no *Chapter 11* foram “definitivamente” não cumpridos. Também para o Canadá, Fisher e Martel (1995) e Martel (1994) relatam taxas de falha de 19% e 30%, respetivamente, para os planos de recuperação homologados pelos tribunais.

Note-se, ainda assim, que são muito mais as empresas que são posteriormente declaradas insolventes do que as que recorrem a um segundo PER para reestruturar novamente a sua dívida (415 *vs* 162). Tal facto pode ter que ver com os credores requerem diretamente a insolvência da empresa após constatação da sua ineficiência via incumprimento do plano de pagamentos, sem que esta tenha oportunidade de tentar uma segunda reestruturação.

Esta percentagem dar-nos-á o mote para o nosso estudo empírico, cujo objetivo é a estimação de uma regressão logística que nos permita investigar os fatores que distinguem as reestruturações bem-sucedidas das que falharam. A nossa variável dependente é uma variável binária, ou *dummy*, que assume o valor 1 se a reestruturação foi bem-sucedida, ou seja, a empresa manteve-se no mercado, não tendo sido declarada posteriormente insolvente nem se apresentado novamente a PER. E assume o valor 0, se a reestruturação foi mal-sucedida, ou seja, a empresa foi posteriormente declarada insolvente ou teve de se apresentar novamente a PER para uma nova reestruturação de dívida.

#### 4.1.2. Medidas de desempenho

Vários artigos focaram-se na análise do desempenho das empresas reorganizadas, após emergência do processo de reorganização. As variáveis de desempenho utilizadas foram baseadas principalmente em (i) variáveis contabilísticas, como o desempenho operacional<sup>72</sup> e o rácio de alavancagem<sup>73</sup>; (ii) fluxos de caixa<sup>74</sup>; e (iii) desempenho da cotação das ações<sup>75</sup>.

Com base na literatura anterior recolhemos uma bateria de rácios económicos e financeiros, bem como algumas características específicas da empresa, com o objetivo de

---

<sup>72</sup> (Denis e Rodgers, 2007; Hotchkiss, 1995; Kalay *et al.*, 2007)

<sup>73</sup> (Gilson, 1997; Lopucki e Whitford, 1992)

<sup>74</sup> (Alderson e Betker, 1999; Hotchkiss, 1995)

<sup>75</sup> (Eberhart *et al.*, 1999)

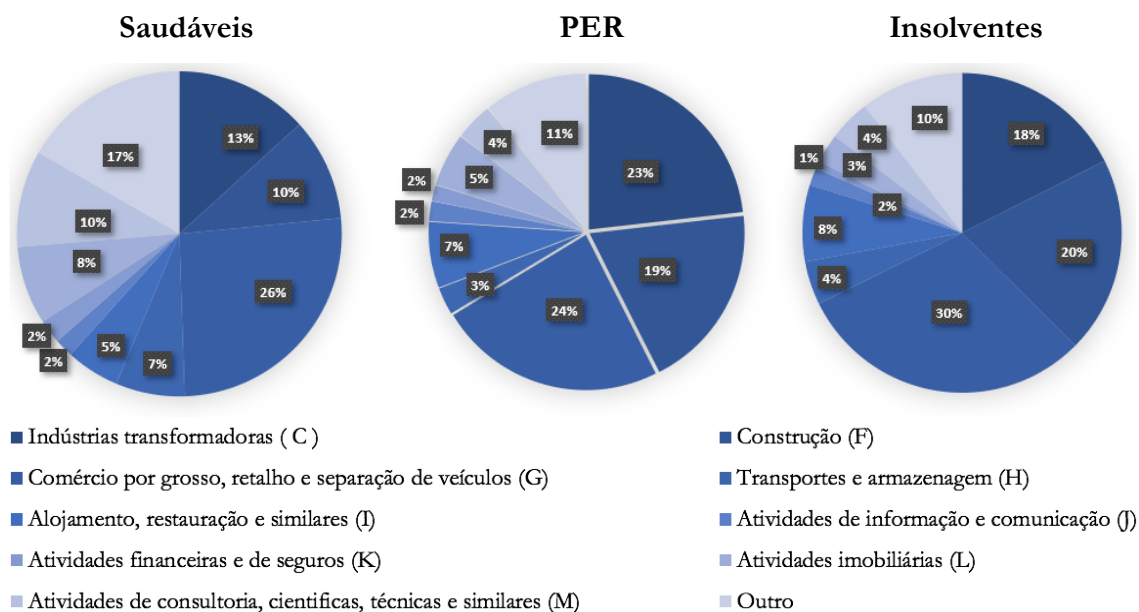
avaliar o desempenho das empresas reestruturadas pós-PER. Conforme já referido, recorreremos à seleção *stepwise* para selecionar para cada modelo as variáveis mais significativas, que serão utilizados na nossa análise descritiva e se encontram descritas na tabela 1 do Capítulo 3. Na próxima secção, iremos comparar a performance das empresas pós-PER, que tiveram o seu plano de recuperação homologado pelo tribunal, com a performance de uma amostra de empresas insolventes e outra de empresas saudáveis. De seguida, iremos comparar a performance das empresas cuja reestruturação foi bem-sucedida com a performance das empresas cuja reestruturação foi mal-sucedida.

#### 4.1.2.1. Comparação do desempenho de empresas em PER, saudáveis e insolventes

Conforme já debatido, a legislação portuguesa prevê dois critérios objetivos principais para a adesão a PER: uma situação de insolvência meramente eminente ou uma situação económica difícil, que o legislador define como dificuldade séria no cumprimento das suas obrigações, e a suscetibilidade de recuperação. Tendo em conta a inexistência de definições claras e concretas, depreendemos por situação económica difícil ou situação de insolvência eminente uma situação de degradação financeira e por suscetibilidade de recuperação, que o devedor tenha viabilidade económica, nomeadamente procura por parte do mercado. Assim, supondo que a legislação portuguesa é eficiente no filtro que impõe às empresas que admite a PER, com base nos critérios que prevê, será de esperar que essas empresas apresentem rácios financeiros mais próximos dos verificados pelas empresas insolventes, mas rácios económicos mais próximos dos verificados pelas empresas saudáveis. Iremos então realizar esta análise, para conseguirmos aferir quanto à (in)eficiência da legislação portuguesa. No entanto, começaremos por uma breve análise das características específicas ao nível da empresa, nomeadamente pela classificação das três amostras, em função da secção da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE), em função da sua forma jurídica e ainda em função da sua atividade internacional.

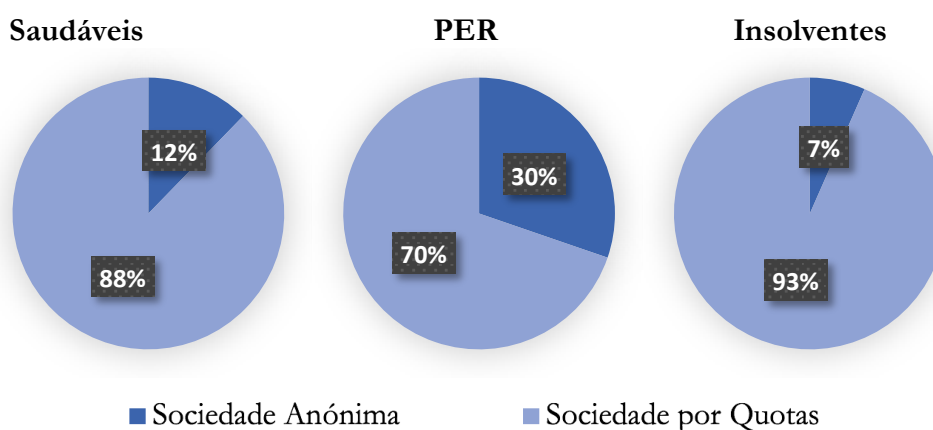
Observando a Figura 3 e comparando as empresas saudáveis com as empresas em PER, verificamos que existem mais empresas em PER nas Secções C, F e I e mais empresas saudáveis nas restantes secções da CAE. Este resultado leva-nos a esperar que as empresas pertencentes aos setores da indústria transformadora, da construção e do alojamento, restauração e similares tenham maior probabilidade de sofrer uma reestruturação que as empresas pertencentes aos restantes setores.

**Figura 3 – Classificação das três amostras em função da secção da CAE**



Comparando as empresas em PER com as empresas insolventes, verificamos que existem mais empresas insolventes nas secções F, G, H e I. Este resultado leva-nos a esperar que as empresas pertencentes aos setores da construção, do comércio por grosso, retalho e separação de veículos, do transporte e armazenagem e do alojamento, restauração e similares tenham maior probabilidade de ser declaradas insolventes ao invés de enveredar por uma reestruturação.

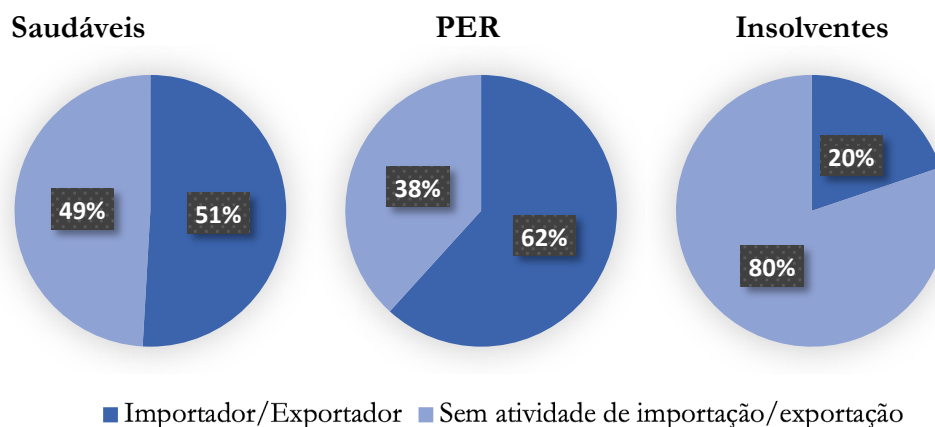
**Figura 4 – Classificação das três amostras em função da sua natureza jurídica**



Com base nos resultados ilustrados pela Figura 4 e na representatividade dos dois tipos de sociedade na amostra, podemos prever que a probabilidade de uma empresa se apresentar a PER aumente se esta for uma sociedade anónima e diminua se for uma sociedade por

quotas. Tal como podemos prever que a probabilidade de uma empresa ser declarada insolvente, antes de tentar uma reestruturação, aumente se esta for uma sociedade por quotas e diminua se for uma sociedade anónima.

**Figura 5 – Classificação das três amostras em função da sua atividade internacional**



Tendo em conta que as empresas que se apresentam a PER, teoricamente pelo menos, estão em dificuldades financeiras, o facto de estas empresas terem mais atividade internacional que empresas saudáveis, permite-nos concluir que este poderá ser um fator de vulnerabilidade, nomeadamente pela exposição da empresa a realidades distintas e díspares que não controlam. No entanto, o facto de as empresas diretamente declaradas insolventes, comparativamente com as empresas em PER, terem muito menos atividade internacional, permite-nos concluir que, talvez, a internacionalização poderá ser encarada pelos credores e pelo juiz, como um sinal de viabilidade económica, contribuindo para a aprovação e homologação do plano. O que fará sentido, uma vez que a internacionalização, sob a vertente exportadora, permite alargar o potencial mercado de venda, diversificando-o e permitindo que as empresas não estejam dependentes da volatilidade da procura interna.

Segundo estes resultados podemos prever que a probabilidade de uma empresa se apresentar a PER aumente caso tenha atividade internacional (importação ou exportação), o que por sua vez, fará diminuir a probabilidade de esta ser diretamente filtrada por um processo de insolvência.

Iremos agora analisar as estatísticas descritivas para os nossos rácios económicos e financeiros.

**Tabela 2 – Estatísticas descritivas (Saudáveis vs PER vs Insolventes)**

Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas para as nossas variáveis, para o período compreendido entre 2010 e 2017, para as nossas três amostras de empresas: empresas saudáveis; empresas que se apresentaram a PER durante o período de 2012 a 2015 e tiveram o seu plano homologado pelo tribunal; e empresas declaradas insolventes durante o período de 2012 e 2015. O painel A apresenta as estatísticas sumárias apenas para a variável dimensão, uma vez que as restantes características específicas da empresa foram definidas através de variáveis *dummy*, cujas estatísticas descritivas já foram apresentadas. O painel B apresenta as estatísticas para as variáveis contabilísticas, em milhares de euros. O painel C apresenta as estatísticas para os rácios económicos, subdivididos por rentabilidade, atividade e CFO. O painel D apresenta as estatísticas para os rácios financeiros, subdivididos por CFF, cobertura, alavancagem financeira e liquidez. As variáveis encontram-se definidas na tabela 1 do Capítulo 3.

Variável	Saudáveis			PER			Insolventes		
	Média	Mediana	Desv-P	Média	Mediana	Desv-P	Média	Mediana	Desv-P
<b>Painel A: Características Específicas da Empresa</b>									
<b>Dimensão</b>	5,902	5,754	1,703	7,451	7,462	1,733	5,402	5,388	1,775
<b>Painel B: Variáveis contabilísticas</b>									
<b>Gastos com o Pessoal</b>	283,1	43,06	4280,2	481,4	152,0	1334	128,3	42,45	423,2
<b>Créditos fiscais</b>	51,75	6,232	1189,2	206,4	45,63	755,5	50,36	9,575	197,5
<b>MFL</b>	240,3	24,90	5772,2	110,2	16,74	676,4	32,29	6,321	94,24
<b>Painel C: Rácios Económicos</b>									
<b>Rentabilidade</b>									
<b>ROA</b>	3,990	2,491	70,03	-10,68	-1,026	1497	-112,2	-3,210	2431
<b>Rentabilidade operacional do Ativo</b>	0,046	0,034	0,700	-0,073	0,000	14,64	-1,094	-0,018	24,31
<b>Atividade</b>									
<b>Rotação do ativo corrente</b>	2,369	1,254	130,9	1,771	0,887	15,87	2,771	1,160	12,51
<b>TMP</b>	595,0	41,72	4679	8320	169,6	2835	11461	128,6	3415
<b>Cash-flow Operacional</b>									
<b>CFO/Passivo</b>	-1,857	0,041	260,2	0,025	0,008	0,223	0,022	0,000	0,737
<b>CFO/Juros</b>	9840	2,952	6937	-1350	0,552	5904	0,936	0,000	2299
<b>Painel D: Rácios Financeiros</b>									
<b>Cash-flow Financiamento</b>									
<b>CFF/Passivo não bancário</b>	-262,1	-0,002	5642	3,625	-0,011	326,1	-0,010	0,000	6,624
<b>CFF/Passivo</b>	-10,52	-0,001	2713	-0,019	-0,005	0,258	0,138	0,000	4,401
<b>Cobertura</b>									
<b>AC/PC</b>	1355	2,339	3300	9,558	1,089	310,6	14,07	1,068	434,1
<b>Cobertura da dívida financeira corrente</b>	25,32	0,240	1317	21,81	0,026	1990	-0,181	-0,004	9,172
<b>Alavancagem Financeira</b>									
<b>AF</b>	0,511	0,488	0,279	-1,013	0,094	42,11	-6,697	0,045	155,9
<b>Endividamento</b>	0,489	0,512	0,279	2,013	0,906	42,11	7,697	0,955	155,9



<b>Solvabilidade</b>	468,0	0,943	1366	0,557	0,103	24,05	1,644	0,045	93,47
<b>Estrutura do Endividamento</b>	2,355	0,541	45,95	-59,91	1,101	5805	8,061	0,390	527,4
<b>Liquidez</b>									
<b>Liquidez imediata</b>	456,8	0,357	1320	0,223	0,021	4,477	1,764	0,041	80,95
<b>Liquidez reduzida</b>	461,8	1,196	1331	0,735	0,374	4,705	2,798	0,395	86,71

Analisando a variável dimensão, verificamos que, tanto o valor da média como da mediana, das empresas em PER (7,45 e 7,46, respetivamente) são superiores aos valores registados para as empresas saudáveis (5,90 e 5,75) e para as empresas insolventes (5,40 e 5,39). Este resultado sugere que apenas as empresas de maior dimensão (maior volume de ativos), são capazes de suportar os custos inerentes ao PER, tendo as empresas de menor dimensão maior probabilidade de serem diretamente filtradas por um processo de insolvência. Este resultado vai de encontro com Baird (1993) que sugere que para as empresas de menor dimensão a reestruturação é simplesmente uma estação para uma eventual liquidação. Tendo em conta o grande impacto na representatividade das duas amostras de apenas as empresas de maior dimensão serem capazes de suportar os custos inerentes ao PER, é expectável que possamos empiricamente ter um enviesamento daquilo que teoricamente faria mais sentido que é as empresas de maior dimensão terem menor probabilidade de entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação.

Relativamente às variáveis contabilísticas, iremos analisá-las através da mediana, tendo em conta o seu elevado desvio-padrão. Verificamos que as empresas em PER são as que registam maiores gastos com o pessoal (152 m.€), seguidas das empresas saudáveis (43,1 m.€) e por último, pelas empresas insolventes (42,45 m.€). Este resultado sugere-nos que as empresas com maiores gastos com o pessoal são mais suscetíveis de precisarem de uma reestruturação de dívida. O que é consistente com o facto de num mercado de trabalho e leis laborais que se caracterizam em Portugal por alguma rigidez, uma empresa com um elevado número de empregados e gastos com o pessoal, poderá ter mais dificuldades em adaptar-se a um ciclo mais recessivo. Por outro lado, o facto de as empresas em PER registarem um valor mais elevado do que as empresas declaradas insolventes, sugere-nos uma certa preocupação social, no sentido em que é privilegiada a reestruturação em detrimento da insolvência, quando está em causa um número considerável de empregados. Um dos principais objetivos do PER é, inclusive, para além da manutenção da atividade, a manutenção do emprego. Relativamente aos créditos fiscais, verificamos que são as empresas

em PER que registam o maior valor (45,63 m.€), seguidas das empresas insolventes (9,575 m.€) e por último pelas empresas saudáveis (6,232 m.€). Este resultado sugere que quanto maiores as dívidas ao Estado maior a probabilidade de uma empresa necessitar de uma reestruturação de dívida e, para além disso, menor a probabilidade de ser diretamente filtrada por um processo de insolvência. Este resultado é um tanto surpreendente na medida em que, conforme já debatido, era expectável que a inflexibilidade do Estado nas negociações, nos casos em que era o principal credor, não deixasse outra alternativa às empresas que não a insolvência. Verifica-se ainda que as com maior disponibilidade de *cash* são as saudáveis (24,90 m.€), seguidas das empresas em PER (16,74 m.€), e por último, pelas empresas insolventes (6,32 m.€).

Iremos agora analisar os valores registados para os rácios económicos, para as nossas três amostras de empresas, com o pressuposto importante de que para a lei ser eficiente os valores registados para as empresas em PER, terão que se aproximar mais dos valores registados para as empresas saudáveis do que para as empresas insolventes. Começando pelos rácios de atividade: ROA e rentabilidade operacional do ativo, verificamos que os valores registados (tanto para a média como para a mediana) para as empresas em PER está muito mais próximo dos valores registados para as empresas insolventes, do que para as empresas saudáveis. Especificamente, as empresas em PER registam média e mediana negativa para o ROA (-10,68 e -1,026, respetivamente), tal como as empresas insolventes, bem como média negativa e mediana aproximadamente igual a zero para a rentabilidade operacional do ativo (-0,073 e 0,000, respetivamente). Relativamente aos rácios de atividade, analisamos os valores registados para a mediana, tendo em conta o elevado desvio padrão e verificamos que as empresas em PER estão ainda “pior” que as empresas insolventes. Isto, porque registam um TMP ainda mais elevado que as empresas insolventes (169,6 *vs* 128,6) e registam um valor ainda menor para a rotação do ativo corrente (0,887 *vs* 1,160). Tendo em conta que o rácio de rotação do ativo procura medir o grau de eficiência com que a empresa está a utilizar os seus ativos, ou seja, quanto maior o valor do rácio, maior é a eficiência com que a empresa está a gerar vendas, podemos interpretar este resultado como sendo as empresas insolventes mais eficientes que as empresas em PER. Relativamente aos rácios que incluem os CFO, verifica-se também que os valores registados para as empresas em PER se aproximam bastante mais dos valores registados para as empresas insolventes do que para as empresas saudáveis. Face ao exposto, todos os resultados obtidos para os rácios económicos, nomeadamente rácios representativos da rentabilidade, atividade e ainda os que incluem

CFO, nos remetem para uma total ineficiência da lei nas empresas que admite a PER, tendo em conta o filtro que impõe da viabilidade económica.

Debruçando-nos agora sobre os rácios financeiros, analisaremos a mediana, tendo em conta os altos desvio-padrão e começaremos pelos rácios que incluem os CFF. Verificamos que as empresas em PER, são as que registam um valor mediano mais baixo para os rácios com CFF, negativo inclusive, aproximando-se mais, em termos de valor absoluto, dos valores registados pelas empresas saudáveis (que também registam valores medianos negativos) do que dos valores registados pelas empresas insolventes (valores medianos aproximadamente iguais a 0). O valor negativo para os rácios definidos pode ser traduzido numa redução do financiamento obtido por parte da empresa, a empresa está a pagar mais do que a receber (*cash-outflow* > *cash-inflow*). Nas empresas saudáveis o rácio ser negativo é consistente com o facto de as empresas gerarem CFO suficientes que permitam fazer face aos exfluxos de financiamento e investimento (e, quando num ano os CFF são positivos, provavelmente tem que ver com a estratégia de investimento das empresas). Nas empresas em PER, a explicação para CFF negativos, não passará certamente pelo pontual cumprimento das suas obrigações, por via da geração de CFO suficientes que o permitam. Isto porque, conforme acabamos de ver, a cobertura dos CFO em relação ao passivo total nas empresas em PER é bastante menor que nas empresas saudáveis (0,008 *vs* 0,041) e porque, conforme já visto também, o principal critério para a apresentação a PER é a dificuldade séria, por parte da empresa, no cumprimento das suas obrigações. Posto isto, a explicação para CFF negativos nas empresas em PER poderá passar pela sua dificuldade na obtenção de crédito e, desta forma, não havendo quaisquer *cash-inflows*, qualquer pagamento a que as empresas procedam, nomeadamente pagamentos que evitem o requerimento de insolvência por parte dos credores, dará origem a CFF negativos.

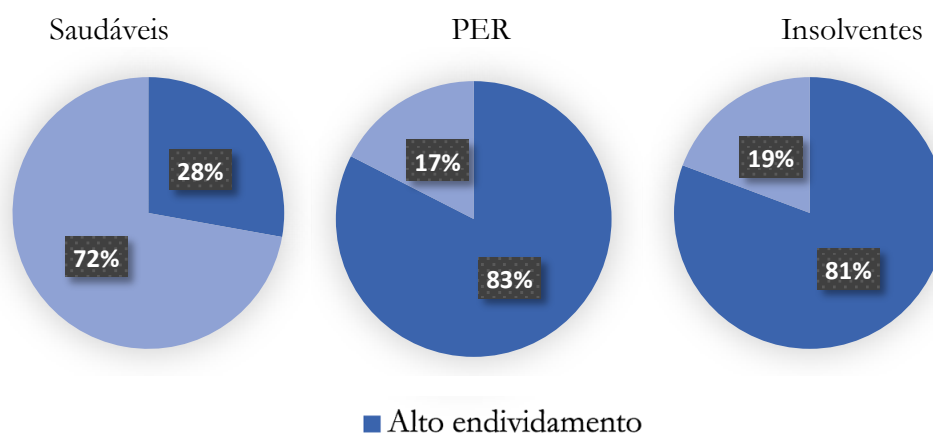
Relativamente aos rácios de cobertura, autonomia financeira e solvabilidade verifica-se que as empresas em PER registam valores medianos mais próximos das empresas insolventes, ainda que ligeiramente superiores. Quanto ao endividamento, verifica-se que as empresas em PER registam valores elevados, próximos das empresas insolventes, ainda que ligeiramente inferiores. Já no que respeita à estrutura do endividamento, verificamos, surpreendentemente, que são as empresas em PER com mais passivo exigível a curto-prazo, seguidas das empresas saudáveis e posteriormente das empresas insolventes. O resultado que esperávamos era precisamente o contrário, ou seja, que fossem as empresas insolventes a registar os maiores valores de passivo exigível a curto-prazo, o que acontece se analisarmos

os valores médios, mas não se torna confiável tendo em conta os elevados desvio-padrão e tendo em conta o valor médio negativo registado para as empresas em PER. Relativamente aos rácios de liquidez, também encontramos resultados surpreendentes: encontramos que efetivamente as empresas em PER registam baixos valores de liquidez (ainda menores para a liquidez imediata, conforme expectável) no entanto, registam valores ainda menores que as empresas insolventes.

Face ao exposto, apesar de expectável mediante o que a legislação prevê, que as empresas em PER apresentassem valores de rácios financeiros mais próximos de empresas insolventes do que de empresas saudáveis, encontramos resultados surpreendentes no que respeita a alguns rácios. Especificamente, as empresas em PER registam maior falta de liquidez e maior passivo exigível a curto-prazo que as empresas insolventes.

Por fim, iremos classificar as nossas três amostras em função da nossa variável *dummy* alto endividamento.

**Figura 6 – Classificação das três amostras em função da nossa variável *dummy* alto endividamento**



Existe um aspeto crucial aqui a notar. Conforme referido na hipótese 5, o rácio de Ativos/Dívidas é conhecido por aumentar a probabilidade de um plano de recuperação ser bem-sucedido (Martel, 1994), explicando o facto de os credores preferirem planos com um rácio elevado e, por sua vez, por que os gestores de empresas com altos rácios de Ativos/Dívidas são mais propensos a escolher a reorganização em detrimento da liquidação (Fisher e Martel, 2009). No entanto, note-se que a realidade em Portugal é certamente bastante dispar da realidade analisada pelos autores, uma vez que 83% das empresas que se apresentam a PER já estão altamente endividadas. Verificamos que empresas em PER chegam a registar uma percentagem de alto endividamento superior até, ainda que muito

ligeiramente, à percentagem registada pelas empresas insolventes (83% *vs* 81%), independentemente de, como acabamos de ver, os valores medianos de endividamento serem inferiores (0,906 *vs* 0,955). Desta forma, se apenas as empresas menos endividadas (com altos rácios Ativos/Dívidas) tivessem maior probabilidade de ter o seu plano de recuperação homologado e maior probabilidade de este ser bem-sucedido, este instrumento de recuperação estava completamente desajustado para a realidade das empresas que o integram. Hipótese esta não descartada completamente, uma vez que, não obstante da percentagem de planos bem-sucedidos pós-homologação ser superior à percentagem de planos mal-sucedidos<sup>76</sup>, a última é bastante elevada para o nosso conceito de instrumento eficiente. Face ao exposto, este resultado leva-nos a esperar que as empresas altamente endividadas obtenham uma maior probabilidade de necessitar de uma reestruturação de dívida, mas, pelo contrário, obtenham uma menor probabilidade de serem diretamente filtradas por um processo de insolvência.

Por fim, podemos concluir, através da análise a este conjunto de rácios económicos e financeiros, que os critérios previstos no CIRE, para a apresentação a PER por parte das empresas, não são muitas vezes cumpridos. Muito sumariamente, as empresas em PER não sinalizam viabilidade económica e apresentam ainda maior falta de liquidez que empresas insolventes.

#### 4.1.2.2. Determinantes do sucesso do PER

A nossa última questão de pesquisa diz respeito ao impacto que as variáveis fundamentais de desempenho operacional, estrutura financeira, características específicas ao nível da empresa bem como variáveis macroeconómicas podem ter na probabilidade de insolvência ou de uma nova reestruturação das empresas que se apresentam em PER em Portugal. Por outras palavras, no impacto destas variáveis no sucesso ou insucesso do plano de recuperação destas empresas. Para responder a esta questão adotamos a seguinte definição para separar as reestruturações bem-sucedidas das mal-sucedidas: uma reestruturação mal-sucedida é aquela cuja empresa foi posteriormente declarada insolvente<sup>77</sup> ou se apresentou novamente a PER, necessitando de reestruturar novamente a sua dívida. Uma reestruturação bem-sucedida é aquela cuja declaração de insolvência não é conhecida ou a entrada num segundo

---

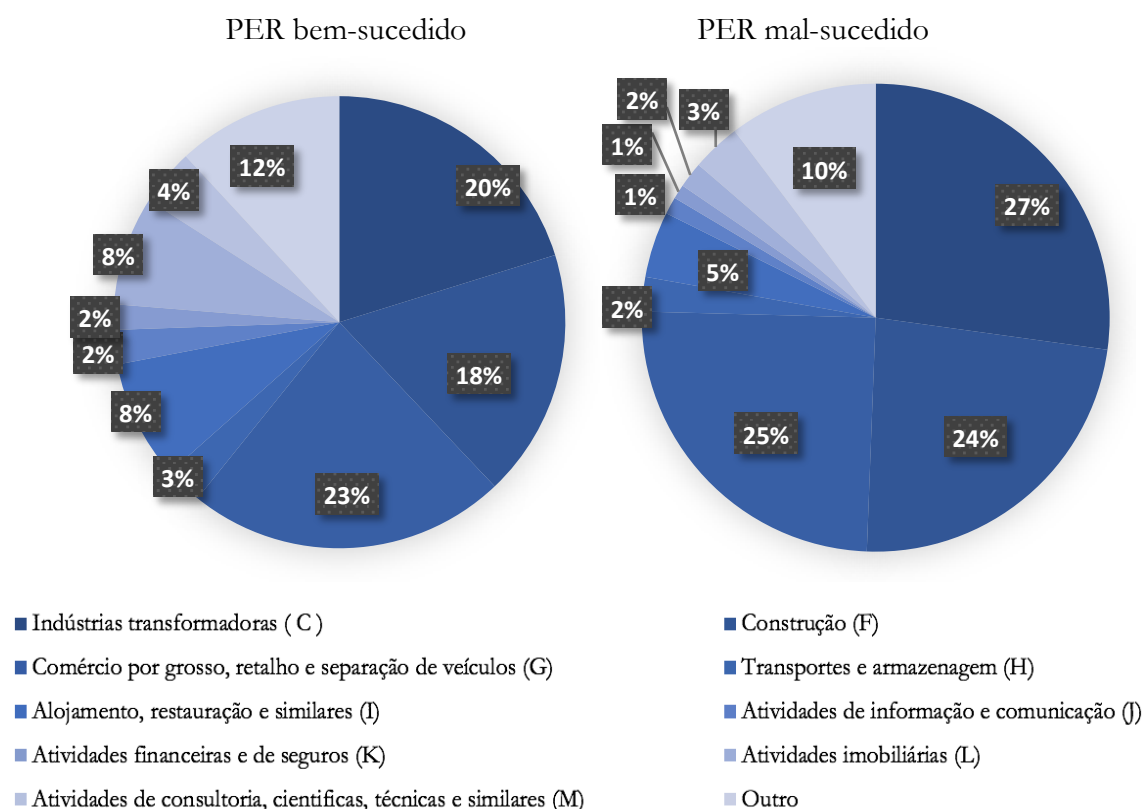
<sup>76</sup> Para mais detalhes ver ponto 3.4.1.

<sup>77</sup> De acordo com a informação publicada no Portal Citius, independentemente de o processo de insolvência prever um plano de insolvência com vista à recuperação da empresa, ou ser seguido o caminho da liquidação dos ativos da empresa para posterior rateio final pelos credores.

PER até à data da nossa pesquisa e, portanto, a empresa continuou a operar por um período de pelo menos 2 anos (tendo em conta a inclusão na amostra das empresas que se apresentaram a PER em 2015). Segundo esta definição, identificamos 586 reestruturações falhadas e 927 reestruturações bem-sucedidas.

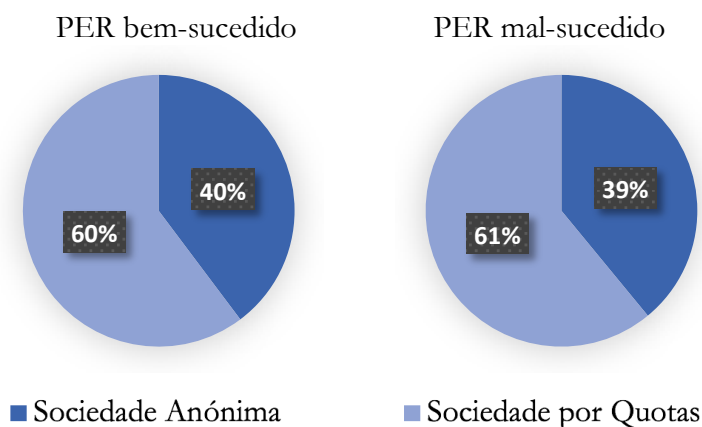
Na primeira parte da análise, comparamos os principais rácios económico-financeiros, bem como características específicas ao nível da empresa entre as duas subamostras de empresas (bem e mal-sucedidas na recuperação). Pretende-se verificar se era possível através de uma análise cuidada de certas variáveis prever o insucesso do plano de recuperação, aferindo à priori quanto à inviabilidade económica, que se veio a verificar, de certas empresas.

**Figura 7 – Classificação das duas amostras em função da secção da CAE**



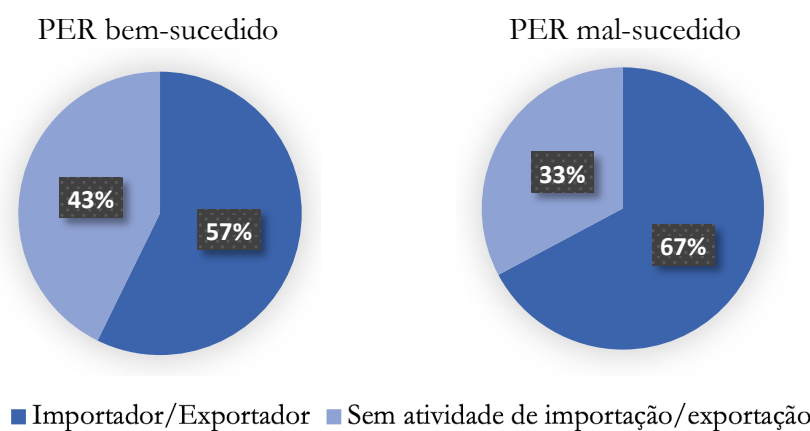
Começando por analisar a figura 7, que classifica as nossas amostras em função da Secção da CAE a que pertencem, verificamos que existem mais reestruturações falhadas nas Secções C, F e G. Este resultado leva-nos a esperar que estas empresas tenham maior probabilidade de ter a sua reestruturação mal-sucedida.

**Figura 8 – Classificação das duas amostras em função da sua natureza jurídica**



Analisando a figura 8, verificamos que a distribuição das duas amostras em função da sua natureza jurídica é muito idêntica, ainda assim, existe uma maior percentagem de sociedades por quotas cuja reestruturação foi mal-sucedida. Este resultado corrobora o esperado e formulado nas hipóteses, de que as sociedades por quotas sofrem de maior probabilidade de ver o seu plano de recuperação mal-sucedido.

**Figura 9 – Classificação das três amostras em função da sua atividade internacional**



Verificamos ainda que existe uma maior percentagem de empresas com atividade internacional cuja reestruturação foi mal-sucedida, o que nos leva a esperar que a internacionalização seja um fator de vulnerabilidade e contribua positivamente para o fracasso de um plano de recuperação. No entanto, conforme já analisamos, empresas diretamente declaradas insolventes, comparativamente com as empresas em PER, têm muito menos atividade internacional, o que podia ser interpretado como os juízes e os credores encararem a internacionalização como um sinal de viabilidade económica. Perante este

resultado contraditório, seria interessante os credores reverem os seus incentivos à aprovação dos planos de recuperação.

Iremos agora analisar as estatísticas descritivas dos nossos rácios económicos e financeiros e da variável dimensão.

**Tabela 3 – Estatísticas descritivas (PER bem-sucedido vs PER mal-sucedido)**

Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas para as nossas variáveis, para o período compreendido entre 2010 e 2017, para as nossas duas amostras de empresas que se apresentaram a PER entre 2012 e 2015: empresas cuja reestruturação foi mal-sucedida, ou seja, foram posteriormente declaradas insolventes ou se apresentaram novamente a PER; e empresas cuja reestruturação foi bem sucedida, ou seja, cuja declaração de insolvência, ou a entrada num segundo PER, não é conhecida, até à data da nossa pesquisa. O painel A apresenta as estatísticas sumárias apenas para a variável dimensão, uma vez que as restantes características específicas da empresa foram definidas através de variáveis *dummy*, cujas estatísticas descritivas já foram apresentadas. O painel B apresenta as estatísticas para as variáveis contabilísticas, em milhares de euros. O painel C apresenta as estatísticas para os rácios económicos, subdivididos por rentabilidade, atividade e CFO. O painel D apresenta as estatísticas para os rácios financeiros, subdivididos por CFF, cobertura, alavancagem financeira e liquidez. As variáveis encontram-se definidas na tabela 1 do Capítulo 3.

Variável	PER bem-sucedido			PER mal-sucedido		
	Média	Mediana	Desv-P	Média	Mediana	Desv-P
<b>Painel A: Características Específicas da Empresa</b>						
<b>Dimensão</b>	7,329	7,328	1,769	7,819	7,863	1,546
<b>Painel B: Variáveis contabilísticas</b>						
<b>Gastos com o Pessoal</b>	366,9	108,3	1165,3	648,4	228,1	1255,5
<b>Créditos fiscais</b>	156,1	36,07	622,4	605,8	106,6	1648,6
<b>MFL</b>	96,97	13,10	670,4	291,4	14,79	2086,0
<b>Painel C: Rácios Económicos</b>						
<b>Rentabilidade</b>						
<b>ROA</b>	-10,60	-0,598	1842,1	-10,65	-2,954	22,20
<b>Atividade</b>						
<b>Rotação do ativo corrente</b>	1,924	0,801	19,47	1,417	0,691	1,911
<b>Cash-flow Operacional</b>						
<b>CFO/Juros</b>	-15806,4	0,495	693425,1	1,631	0,730	42,06
<b>Painel D: Rácios Financeiros</b>						
<b>Cash-flow de Financiamento</b>						
<b>CFF/Passivo não bancário</b>	-0,237	-0,008	11,88	-0,070	-0,006	0,198
<b>Cobertura</b>						
<b>AC/PC</b>	11,47	1,089	363,2	2,556	0,703	13,35
<b>Cobertura da dívida financeira corrente</b>	33,07	0,032	2450,1	-0,0007	-0,016	0,686
<b>Alavancagem Financeira</b>						
<b>Endividamento</b>	2,474	0,913	51,79	1,389	1,084	0,915
<b>Solvabilidade</b>	0,746	0,095	29,58	-0,091	-0,077	0,379
<b>Liquidez</b>						
<b>Liquidez imediata</b>	0,244	0,019	5,331	0,098	0,011	0,302



No que respeita à dimensão, não verificamos grandes diferenças entre as empresas cujo PER falhou e cujo PER foi bem-sucedido, não se esperando que tenham um grande impacto no nosso modelo econométrico. Relativamente às variáveis contabilísticas, verificamos que os gastos com pessoal e os créditos fiscais, tanto em termos médios como medianos, são superiores para as empresas que viram a sua reestruturação falhar, esperando-se assim, que exerçam um impacto negativo na probabilidade de insucesso do plano. Surpreendentemente e ao contrário do que era esperado, verificamos que também os MFL são superiores para as empresas que viram a sua reestruturação falhar.

Analisando os rácios económicos: de rentabilidade, atividade e ainda os que incluem CFO, ao contrário do que estávamos à espera, nem todos eles são superiores para as empresas que recuperaram. Verificamos que tanto o ROA como a rotação do ativo corrente são superiores para as empresas que recuperaram, no entanto, verificamos também que as empresas que viram o seu plano falhar apresentam maiores coberturas dos custos financeiros através de CFO.

Analisando agora os rácios financeiros, começaremos pelos que incluem CFF e verificamos que são negativos tanto para as empresas que recuperaram como para as empresas que viram a sua reestruturação falhar. O valor negativo para os rácios definidos pode ser traduzido numa redução do financiamento obtido por parte da empresa, a empresa está a pagar mais do que a receber (*cash-outflow* > *cash-inflow*). A explicação para CFF negativos passará certamente pela dificuldade na obtenção de crédito e, desta forma, não havendo quaisquer *cash-inflows*, qualquer pagamento a que as empresas procedam, nomeadamente pagamentos que evitem o requerimento de insolvência por parte dos credores, dará origem a CFF negativos. O rácio ser superior, em termos médios e medianos, nas empresas cuja reestruturação falhou, denota a sua menor capacidade de realizar pagamentos.

Relativamente aos rácios de cobertura, verifica-se que, tanto em termos médios como medianos, as empresas que recuperaram apresentam valores superiores às empresas que viram o seu plano falhar, conforme o esperado, antevendo que estas exerçam um impacto negativo na probabilidade de insucesso de um plano.

Relativamente aos rácios de alavancagem financeira, encontramos para o endividamento uma média superior nas empresas que recuperaram, mas uma mediana inferior, não antevendo ainda o seu impacto na probabilidade de insucesso de um plano. Encontramos ainda uma média e mediana superiores nas empresas que recuperaram, para os rácios de

solvabilidade e liquidez, antevendo que estas exerçam um impacto negativo na probabilidade de insucesso de um plano.

## 4.2. Resultados Empíricos

Nesta secção iremos apresentar os nossos resultados empíricos para os determinantes que levam uma empresa saudável a entrar em dificuldades financeiras e a enveredar por uma reestruturação; os determinantes da probabilidade de uma empresa em dificuldades financeiras ser diretamente filtrada por um processo de insolvência; e por fim, para os determinantes para o insucesso do PER.

### 4.2.1. O que leva as empresas a enveredar por uma reestruturação?

A nossa primeira variável dependente é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa se apresentou a PER e teve o seu plano homologado pelo tribunal e o valor 0 se a empresa é saudável. O objetivo passa por aferir empiricamente que fatores distinguem empresas em PER de empresas saudáveis, construindo um modelo que permita às empresas prever a sua entrada em PER, com um plano que seja posteriormente homologado pelo tribunal. Esta previsão surge com o intuito de permitir às empresas apresentarem-se a PER atempadamente, por forma a evitar o seu insucesso, melhorando a eficiência da lei – uma vez que, conforme já debatido na parte teórica, um dos principais motivos para o insucesso do PER, poderá ser a adesão tardia por parte das empresas.

Na tabela 4 estão apresentados os modelos estimados.

**Tabela 4 – Determinantes da probabilidade de uma empresa saudável se apresentar a PER**

Esta tabela apresenta os resultados de regressão logísticos na probabilidade de uma empresa saudável ir a PER durante o período de 2012-2015. A variável dependente é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa se apresentou a PER e teve o seu plano homologado pelo tribunal e o valor 0 se a empresa é saudável. As variáveis dependentes estão descritas na tabela 1 do capítulo 3. O desvio-padrão encontra-se em parênteses e \*,\*\* e \*\*\* representa significância estatística a um nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ROA e Endividamento	R.Op do Ativo e AF	ROA e <i>dummy</i> alto endividamento	Modelo (1) com lag 1	Modelo (2) com lag 1
<b>c</b>	-35,823*** (4,5923)	-45,020*** (4,6021)	-41,813*** (4,2525)	-43,212*** (4,0138)	-51,080*** (4,0235)
<b>Dummy Sociedade por</b>					
<b>Quotas</b>	-2,3308*** (0,1149)	-2,3195*** (0,1133)	-2,3049*** (0,0993)	-2,1042*** (0,0993)	-2,1047*** (0,0993)
<b>Dimensão</b>	0,3139*** (0,0370)	0,3152*** (0,0370)	0,2501*** (0,0320)	0,3043*** (0,0327)	0,3048*** (0,0327)

<b>Secção C da CAE</b>	0,5260*** (0,1672)	0,4768*** (0,1446)	0,4911*** (0,1247)	0,3060** (0,1284)	0,3055** (0,1283)
<b>Secção F da CAE</b>	1,6937*** (0,1627)	1,6525*** (0,1472)	1,5509*** (0,1285)	1,5313*** (0,1304)	1,5308*** (0,1303)
<b>Secção G da CAE</b>	0,1021 (0,1706)	-	-	-	-
<b>Secção I da CAE</b>	0,4675** (0,2377)	0,4260* (0,2268)	0,4414** (0,2026)	0,1955 (0,2165)	0,1955 (0,2165)
<b>Secção J da CAE</b>	0,9305** (0,3845)	0,8871** (0,3773)	1,0657*** (0,2885)	0,8526** (0,3383)	0,8526** (0,3383)
<b>Secção K da CAE</b>	0,9774*** (0,3052)	0,9465*** (0,3005)	0,6515** (0,2652)	0,7900*** (0,2828)	0,7884*** (0,2827)
<b>Internacionalização</b>	0,3958*** (0,1294)	0,4158*** (0,1248)	0,4390*** (0,1087)	0,4484*** (0,1100)	0,4487*** (0,1100)
<b>Gastos com o Pessoal</b>	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,00008*** (0,00002)	-0,00008*** (0,00002)
<b>Créditos Fiscais</b>	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)
<b>Meios Financeiros</b>	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)
<b>Líquidos (MFL)</b>	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)	-0,0001*** (0,0000)
<b>ROA (Rentabilidade líquida Ativo)</b>	-0,0014** (0,0007)	-	-0,0011*** (0,0002)	-0,0021*** (0,0003)	-
<b>Rentabilidade Operacional Ativo</b>	-	-0,1350* (0,0743)	-	-	-0,2075*** (0,0329)
<b>Rotação Ativo Corrente</b>	-0,0066*** (0,0019)	-0,0066*** (0,0019)	-0,0049*** (0,0017)	-0,0046** (0,0019)	-0,0046** (0,0019)
<b>Tempo Médio de Pagamento (TMP)</b>	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)
<b>CFO/Passivo</b>	-0,0126*** (0,0042)	-0,0126*** (0,0042)	-0,0122*** (0,0031)	-0,0162*** (0,0042)	-0,0161*** (0,0042)
<b>CFF/Passivo não bancário</b>	0,0002** (0,0001)	0,0002** (0,0001)	0,0002** (0,0001)	0,0001 (0,0003)	0,0001 (0,0003)
<b>Ativo corrente/Passivo corrente</b>	-0,0082*** (0,0018)	-0,0082*** (0,0018)	-0,0080*** (0,0015)	-0,0105*** (0,0018)	-0,0105*** (0,0018)
<b>Cobertura da Dívida Financeira Corrente</b>	0,0005 (0,0003)	0,0005 (0,0003)	0,0003 (0,0002)	0,0003 (0,0003)	0,0003 (0,0003)
<b>Autonomia financeira</b>	-9,2300*** (0,3749)	-	-	-7,9167*** (0,3271)	-
<b>Endividamento</b>	-	9,2321*** (0,3746)	-	-	7,9182*** (0,3269)
<b>Dummy alto endividamento</b>	-	-	2,5570*** (0,1313)	-	-
<b>Liquidez Imediata</b>	-1,0179*** (0,2193)	-1,0175*** (0,2171)	-1,0008*** (0,1740)	-1,2955*** (0,2209)	-1,2898*** (0,2188)
<b>Taxa de Câmbio</b>	11,135*** (1,6048)	11,133*** (1,6038)	12,327*** (1,4684)	14,001*** (1,3694)	13,986*** (1,3679)
<b>Crédito mal-parado</b>	0,0014*** (0,0002)	0,0014*** (0,0002)	0,0015*** (0,0001)	0,0017*** (0,0001)	0,0017*** (0,0001)
<b>Taxa de Inflação</b>	1,3797*** (0,2416)	1,3784*** (0,2415)	1,4662*** (0,2240)	1,6750*** (0,2140)	1,6723*** (0,2137)

<b>McFadden R-squared</b>	0,5197	0,5196	0,3669	0,4532	0,4530
<b>S.D. dependente var</b>	0,1032	0,1032	0,1032	0,1105	0,1105
<b>Akaike info criterion</b>	0,0582	0,0581	0,0763	0,0737	0,0738
<b>Schwarz criterion</b>	0,0625	0,0623	0,0805	0,0779	0,0751
<b>Hannan-Quinn criter.</b>	0,0595	0,0594	0,0776	0,0751	0,0750
<b>Log likelihood</b>	-1443,3	-1443,6	-1902,4	-1840,6	-1841,4
<b>Prob (LR statistic)</b>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

No modelo 1, verificamos que a probabilidade da empresa se apresentar a PER aumenta com a sua dimensão – as empresas de menor dimensão em dificuldades financeiras dificilmente terão meios para fazer face aos custos subjacentes ao PER, muito mais rapidamente seriam diretamente filtradas por um processo de insolvência, o que vai de encontro com as estatísticas descritivas – e diminui se a empresa é uma sociedade por quotas – o que terá que ver com representatividade das amostras, também de acordo com os nossos resultados univariados. Verificamos ainda que as empresas que pertencem à Secção C, F, I, J e K da Classificação Portuguesa das Atividade Económicas (CAE), têm maior probabilidade de se apresentar a PER. Segundo os nossos resultados univariados, já esperávamos que as empresas pertencentes aos setores da indústria transformadora, da construção e do alojamento, restauração e similares (secções C, F e I) tivessem maior probabilidade de sofrer uma reestruturação que as empresas pertencentes aos restantes setores.

Verificamos ainda que a nossa variável da internacionalização tem um impacto positivo na probabilidade de uma empresa se apresentar a PER, afirmando os resultados univariados.

Quanto às variáveis contabilísticas: créditos fiscais, MFL e gastos com o pessoal, encontramos significância estatística para os MFL e para os gastos com o pessoal, ambos com sinal negativo. Este resultado significa que quanto maiores os MFL e os gastos com o pessoal, menor a probabilidade da empresa se apresentar a PER, ao contrário do que era esperado relativamente aos gastos com pessoal, tendo em conta a teoria e as estatísticas descritivas.

No que respeita aos rácios económicos: rentabilidade líquida do ativo (Broadie *et al.*), rotação do ativo corrente e CFO/Passivo todos se apresentam estatisticamente significativos e com sinal negativo, conforme o esperado. Já para o tempo médio de pagamento (TMP) não foi encontrada significância estatística.

No que respeita aos rácios financeiros, que englobam os rácios com CFF, cobertura, alavancagem e liquidez, verificamos primeiramente que quanto maior o rácio CFF/Passivo não bancário maior a probabilidade de a empresa ir a PER. Este resultado é expectável, na medida em que um aumento do rácio significa que os CFF e subjacentemente os empréstimos bancários estão a aumentar numa proporção maior que o Passivo não bancário, o que significa um maior recurso por parte da empresa a capitais alheios, credores bancários mais concretamente, e quanto maior dívida bancária maior a probabilidade de a empresa precisar de uma reestruturação de dívida. Relativamente aos rácios de cobertura, apenas o rácio Ativo Corrente/Passivo corrente tem significância estatística e apresenta sinal negativo, conforme o esperado. Relativamente aos rácios de autonomia financeira e liquidez imediata verificamos que ambos são significativamente estatísticos e apresentam sinal negativo, significando que quanto maior a AF e liquidez imediata da empresa menor a probabilidade da mesma se apresentar a PER. Verificamos ainda que as 3 variáveis macroeconómicas: taxa de câmbio, crédito mal-parado e taxa de inflação apresentam significância estatística e sinal positivo, ou seja, um aumento em qualquer uma das variáveis leva a um aumento da probabilidade de uma empresa se apresentar a PER, conforme o esperado. Relativamente à taxa de câmbio, verificamos que é a variável macroeconómica com maior impacto na probabilidade de uma empresa ir a PER. Este resultado não é surpreendente uma vez que, conforme vimos na estatística descritiva, 62% das empresas nesta situação tem atividade de importação/exportação e, portanto, quanto maior a taxa de câmbio, maior a quebra de exportações e menores os resultados destas empresas.

No modelo 2, alteramos o rácio representativo da rentabilidade e da alavancagem: substituímos a rentabilidade líquida do ativo, pela rentabilidade operacional, que em relação ao ROA retira o efeito do financiamento, ignorando o facto dos ativos estarem a ser financiados por capital alheio, e substituímos a autonomia financeira pelo endividamento. Retiramos ainda a Secção G da CAE, não estatisticamente significativa no modelo. Verificamos que a rentabilidade operacional do ativo é estatisticamente significativa e apresenta sinal negativo, conforme o esperado, tal como o rácio do endividamento que apresenta sinal positivo, significando que quanto mais endividada está a empresa, maior a probabilidade de necessitar de uma reestruturação de dívida. Verificamos ainda que todos os outros resultados se mantiveram.

No modelo 3, mantivemos o rácio representativo da rentabilidade do modelo 1, o ROA, por ter mais significância estatística que o rácio alternativo, a rentabilidade operacional do

ativo, e substituímos o rácio representativo da alavancagem pela variável *dummy* que assume o valor 1 se o rácio de endividamento da empresa é maior que 0,7 e assume o valor 0 caso contrário. Verificamos que a variável *dummy* de alto endividamento é estatisticamente significativa e apresenta sinal positivo, conforme o esperado, significando que as empresas altamente endividadas têm maior probabilidade de necessitar de uma reestruturação de dívida. Este resultado aparece em concordância com a variável endividamento no modelo 1 e com as estatísticas descritivas.

Nos modelos 4 e 5 reproduzimos os modelos 1 e 2 respetivamente, com o desfasamento temporal de 1 ano. Em ambos os modelos, a variável CFF/Passivo não bancário e a variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa pertença à Secção I da CAE perdem significância estatística e todos os outros resultados permanecem iguais.

#### 4.2.2. O que distingue empresas em PER de empresas insolventes?

A nossa segunda variável dependente é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa foi declarada insolvente durante o período amostral (e nunca se apresentou a PER) e assume o valor 0 se a empresa se apresentou a PER e teve o seu plano homologado pelo tribunal. O objetivo passa agora por aferir empiricamente que fatores distinguem empresas em PER de empresas insolventes, construindo um modelo que permita ao tribunal filtrar as empresas que deve admitir aos diferentes processos e que nos permita aferir que fatores estão por detrás desta escolha, para além dos definidos no CIRE que, conforme já debatido, são pouco claros.

Os modelos estão apresentados na tabela 5.

**Tabela 5 – Determinantes da probabilidade de uma empresa em dificuldades financeiras ser diretamente filtrada por um processo de insolvência**

Esta tabela apresenta os resultados de regressão logísticos na probabilidade de uma empresa em dificuldades financeiras ser diretamente filtrada por um processo de insolvência em detrimento de uma reestruturação, durante o período de 2012-2015. variável dependente é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa foi declarada insolvente durante o período amostral (e nunca se apresentou a PER) e assume o valor 0 se a empresa se apresentou a PER e teve o seu plano homologado pelo tribunal. As variáveis dependentes estão descritas na tabela 1 do capítulo 3. O desvio-padrão encontra-se em parênteses e \*,\*\* e \*\*\* representa significância estatística a um nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

	(1)	(2)	(3)	(4)
<b>c</b>	-0,2108 (0,3875)	-112,15** (38,938)	-112,14*** (38,937)	-106,43*** (37,168)
<b>Dummy Sociedade por Quotas</b>	0,1016 (0,2911)	0,0076 (0,2265)	0,0076 (0,2265)	0,0393 (0,2277)

<b>Dimensão</b>	-0,5577*** (0,0499)	-0,6234*** (0,0967)	-0,6234*** (0,0967)	-0,6175*** (0,0947)
<b>Secção C da CAE</b>	0,4396 (0,3038)	1,0947*** (0,4128)	1,0947*** (0,4128)	1,1063*** (0,4085)
<b>Secção F da CAE</b>	0,5665** (0,2866)	0,8604** (0,4338)	0,8604** (0,4338)	0,8358* (0,4287)
<b>Secção G da CAE</b>	0,6784*** (0,2477)	1,1289*** (0,3944)	1,1289*** (0,3944)	1,1038*** (0,3882)
<b>Secção H da CAE</b>	1,2167*** (0,3884)	0,3260 (0,8263)	0,3260 (0,8263)	0,2220 (0,8301)
<b>Secção J da CAE</b>	-0,6201 (1,0348)	-1,5644 (1,2869)	-1,5644 (1,2869)	-1,6203 (1,2702)
<b>Secção L da CAE</b>	-0,0608 (0,4798)	0,5447 (0,5449)	0,5447 (0,5449)	0,5403 (0,5389)
<b>Secção M da CAE</b>	0,5940 (0,3820)	0,4462 (0,6335)	0,4462 (0,6335)	0,4623 (0,6320)
<b>Internacionalização</b>	-0,7367*** (0,1889)	-0,1034 (0,2541)	-0,1034 (0,2541)	-0,1082 (0,2529)
<b>Gastos com o Pessoal</b>	-0,0031** (0,0009)	0,0000 (0,0001)	0,0000 (0,0001)	0,0000 (0,0001)
<b>Créditos Fiscais</b>	0,0001 (0,0002)	-0,0002 (0,0003)	-0,0002 (0,0003)	0,0002 (0,0003)
<b>Meios Financeiros Líquidos</b>	-0,0004 (0,0015)	0,0000 (0,0003)	0,0000 (0,0003)	0,0000 (0,0003)
<b>ROA (Rentabilidade Líquida Ativo)</b>	-	-0,0015 (0,0140)	-0,0015 (0,0140)	-0,0012 (0,0068)
<b>Rentabilidade Operacional Ativo</b>	-	0,1827 (1,4500)	0,1827 (1,4500)	0,1399 (0,7120)
<b>Rotação Ativo Corrente</b>	-	-0,0030 (0,0420)	-0,0030 (0,0420)	-0,0122 (0,0418)
<b>Tempo Médio de Pagamento</b>	-	0,00004*** (0,0000)	0,00004*** (0,0000)	0,00004*** (0,0000)
<b>CFO/Juros</b>	-	0,00011* (0,0000)	0,00011* (0,0000)	0,00011* (0,0000)
<b>CFF/Passivo</b>	-	-1,3501*** (0,3260)	-1,3501*** (0,3260)	-1,3289*** (0,3242)
<b>Cobertura da Dívida Financeira</b>	-	-0,2854*** (0,0860)	-0,2854*** (0,0860)	-0,2706*** (0,0868)
<b>Corrente</b>	-	-0,00002 (0,0000)	-0,00002 (0,0000)	0,00002 (0,0000)
<b>Cobertura dos Custos Financeiros</b>	-	-0,00002 (0,0000)	-0,00002 (0,0000)	0,00002 (0,0000)
<b>Autonomia financeira</b>	-	-	-0,0040 (0,0089)	-
<b>Endividamento</b>	-	0,0040 (0,0089)	-	-
<b>Dummy alto endividamento</b>	-	-	-	-0,7374* (0,3861)
<b>Solvabilidade</b>	-	-0,4834 (0,3192)	-0,4834 (0,3192)	-0,9122** (0,3902)
<b>Estrutura do Endividamento</b>	-	0,0010** (0,0004)	0,0010** (0,0004)	0,0010** (0,0004)
<b>Liquidez Reduzida</b>	-	-0,6251** (0,2919)	-0,6251** (0,2919)	-0,6112** (0,2901)
<b>Taxa de Câmbio</b>	-	61,192*** (20,346)	61,192*** (20,346)	58,476*** (19,423)
<b>Crédito mal-parado</b>	-	0,0026*** (0,0081)	0,0026*** (0,0081)	0,0024*** (0,0009)
<b>Taxa de Inflação</b>	-	3,5660*** (1,2871)	3,5660*** (1,2871)	3,4156*** (1,2300)

<b>McFadden R-squared</b>	0,2083	0,2735	0,2735	0,2762
<b>S.D. dependente var</b>	0,1352	0,1694	0,1694	0,1694
<b>Akaike info criterion</b>	0,1499	0,2088	0,2088	0,2081
<b>Schwarz criterion</b>	0,1615	0,2562	0,2562	0,2555
<b>Hannan-Quinn criter.</b>	0,1539	0,2256	0,2256	0,2249
<b>Log likelihood</b>	-626,03	-369,85	-369,85	-368,49
<b>Prob (LR statistic)</b>	0,0000	0,000	0,0000	0,0000

O primeiro modelo inclui apenas características específicas ao nível da empresa, a variável internacionalização e as variáveis contabilísticas. Verificamos que as empresas pertencentes aos setores da construção, do comércio por grosso, retalho e separação de veículos e do transporte e armazenagem (secções F, G e H da CAE) têm maior probabilidade de ser declaradas insolventes ao invés de enveredar por uma reestruturação, o que já esperávamos de acordo com os resultados univariados. Verificamos ainda que a probabilidade de a empresa ser diretamente filtrada por um processo de insolvência diminui caso tenha atividade internacional, caso seja de maior dimensão e tenha maiores gastos com o pessoal. As empresas de maior dimensão terem mais probabilidade de ir a PER terá certamente que ver com o facto de serem as que conseguem suportar os custos deste tipo de processo que, como já debatemos, é bastante dispendioso. Ou seja, as empresas menores têm maiores probabilidades de serem diretamente filtradas por um processo de insolvência, o que vai de encontro com Baird (1993). Já no que respeita ao resultado relativo aos gastos com pessoal poderá ter que ver com um dos principais objetivos do PER ser especificamente, para além da manutenção atividade, a manutenção do emprego. Desta forma, não é surpreendente que alguma preocupação social e espírito solidário assumam particular relevância quando está em causa o desemprego de dezenas de pessoas, em caso de insolvência<sup>78</sup>.

No segundo modelo acrescentamos os rácios económicos e financeiros e as variáveis macroeconómicas, com o desfasamento temporal de 1 ano. As únicas características específicas ao nível da empresa que se mantêm estatisticamente significativas são a dimensão e as Secções F e G da CAE, mantendo o mesmo sinal. Neste modelo, as empresas pertencentes à Secção C da CAE também têm maior probabilidade de ser diretamente

---

<sup>78</sup> Para mais detalhes ver ponto 2.2.



filtradas por um processo de insolvência, o que já não vai de encontro com os resultados obtidos nas estatísticas descritivas.

Relativamente aos rácios económicos, onde se inserem os de rentabilidade e atividade, não encontramos nenhum rácio representativo da rentabilidade com significância estatística. Já no que respeita aos rácios de atividade, encontramos que a probabilidade de uma empresa ser filtrada diretamente por um processo de insolvência, em detrimento de uma reestruturação, aumenta com o seu tempo médio de pagamento e com o rácio CFO/juros. O primeiro resultado era previsível no sentido em que quanto mais a empresa se atrasa no pagamento das suas obrigações, menor capacidade denota para o seu cumprimento o que, no limite, levará a uma situação de incumprimento total e consequentemente a insolvência. No entanto, quanto ao segundo resultado, uma vez que o rácio reflete o quanto os CFO conseguem cobrir os custos financeiros, estávamos à espera do resultado totalmente contrário. Ou seja, quanto melhor os CFO conseguissem cobrir as despesas financeiras, menor a probabilidade de a empresa ser declarada insolvente.

Relativamente aos rácios financeiros, que englobam CFF, cobertura, alavancagem e liquidez, verificamos primeiramente que quanto maior o rácio CFF/Passivo menor a probabilidade de a empresa ser diretamente filtrada por um processo de insolvência. Este resultado é expectável, na medida em que um aumento do rácio significa que os CFF e subjacentemente os empréstimos bancários estão a aumentar numa proporção maior que o total do Passivo. Desta forma, ainda tendo a empresa capacidade de obter financiamento por parte dos bancos, nomeadamente para pagamento de fornecedores e outras dívidas, a probabilidade de entrar em incumprimento e ser declarada insolvente diminui: dificilmente um devedor é declarado insolvente, se lhe derem crédito suficiente ou liquidez para satisfazer as suas obrigações. Encontramos ainda que quanto maior a cobertura da dívida financeira corrente e a liquidez reduzida e quanto menor o passivo exigível a curto prazo, menor a probabilidade de a empresa ser declarada insolvente antes de tentar uma reestruturação e não encontramos significância estatística para o rácio de endividamento.

No modelo 3, substituímos o rácio representativo da alavancagem: substituímos o endividamento pela autonomia financeira, e todos os resultados se mantiveram, inclusive, a não significância estatística da variável autonomia financeira na probabilidade de insolvência.

No modelo 4, substituímos o rácio de endividamento, não estatisticamente significativo no modelo 2, por uma variável *dummy* de alto endividamento, que assume o valor 1 se o rácio de endividamento é superior a 0,7 e assume o valor 0 caso contrário. A variável *dummy*

definida pode ainda ser interpretada como uma autonomia financeira inferior a 30%, variável esta também não estatisticamente significativa no modelo 3. Encontramos que, ao contrário do rácio de endividamento, a variável *dummy* de alto endividamento é estatisticamente significativa e apresenta sinal negativo, significando que as empresas mais endividadas têm menor probabilidade de ser declaradas insolventes. Este resultado é consistente com o já encontrado para o rácio CFF/Passivo, na medida em que, dificilmente um devedor é declarado insolvente, se lhe derem crédito suficiente ou liquidez para satisfazer as suas obrigações. Mais ainda, este resultado demonstra que o financiamento adicional poderá mesmo ser o “*fator-chave*” para o sucesso do PER. Por outro lado, este resultado sugere que o endividamento tem um efeito limiar na probabilidade de insolvência: quando é medido como um rácio de Passivo/Ativo não mostra qualquer impacto, mas quando é medido através de um variável *dummy* que estabelece um valor limiar para o mesmo, já passa a ter impacto. A nossa interpretação para este resultado passa pela especificidade das duas amostras. Por um lado, conforme vimos na estatística descritiva, as duas amostras têm níveis de endividamento muito próximos, o que explica o facto de o simples rácio não as distinguir (as empresas saudáveis apresentam o valor mediano de 0,91 enquanto as insolventes apresentam um valor mediano de 0,95). Por outro lado, verificamos que o total das empresas em PER tem uma maior percentagem de empresas altamente endividadas que o tal de empresas insolventes (83% *vs* 81%). Todos os outros resultados se mantiveram iguais, exceto o rácio que reflete a solvabilidade da empresa que ganhou significância estatística e apresenta sinal negativo, conforme o esperado.

#### 4.2.3. O que determina o (in)sucesso de um plano de recuperação?

A nossa terceira variável dependente é uma variável binária, ou *dummy*, que assume o valor 1 se a reestruturação foi bem-sucedida, ou seja, a empresa manteve-se no mercado, não tendo sido declarada posteriormente insolvente nem se apresentado novamente a PER. E assume o valor 0, se a reestruturação foi mal-sucedida, ou seja, a empresa foi posteriormente declarada insolvente ou teve de se apresentar novamente a PER para uma nova reestruturação de dívida.

A tabela 6 exhibe os resultados estimados pelos modelos de regressão logística.

**Tabela 6 – Determinantes do sucesso de um plano de recuperação**

Esta tabela apresenta os resultados de regressão logísticos na probabilidade de uma empresa ver o seu plano de recuperação mal-sucedido. A variável dependente é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se se a reestruturação foi bem-sucedida, ou seja, a empresa manteve-se no mercado, não tendo sido declarada posteriormente insolvente nem se apresentado novamente a PER. E assume o valor 0, se a reestruturação foi mal-sucedida, ou seja, a empresa foi posteriormente declarada insolvente ou teve de se apresentar novamente a PER para uma nova reestruturação de dívida. As variáveis dependentes estão descritas na tabela 1 do capítulo 3 e foram incluídas no modelo com o desfasamento temporal de um ano. O desvio-padrão encontra-se em parênteses e \*,\*\* e \*\*\* representa significância estatística a um nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

<b>c</b>	-30,395** (13,558)
<b>Dummy Sociedade por Quotas</b>	0,4838** (0,2355)
<b>Dimensão</b>	-0,0335 (0,0910)
<b>Secção C da CAE</b>	0,5322** (0,2666)
<b>Secção F da CAE</b>	0,5146* (0,2867)
<b>Secção I da CAE</b>	-0,5282 (0,5664)
<b>Secção J da CAE</b>	-0,5956 (0,7517)
<b>Internacionalização</b>	0,5945** (0,2721)
<b>Gastos com o Pessoal</b>	0,00008** (0,00004)
<b>Créditos Fiscais</b>	0,0001*** (0,00005)
<b>Meios Financeiros Líquidos</b>	0,0001* (0,00006)
<b>ROA (Rentabilidade Líquida Ativo)</b>	-0,0050** (0,0024)
<b>Rotação Ativo Corrente</b>	0,0082 (0,0448)
<b>CFO/Juros</b>	0,0000 (0,0001)
<b>CFF/Passivo não bancário</b>	0,0149 (0,0401)
<b>Ativo Corrente/Passivo Corrente</b>	-0,1343 (0,0886)
<b>Cobertura da Dívida Financeira Corrente</b>	-0,1302 (0,1117)
<b>Endividamento</b>	-0,2414** (0,1218)
<b>Solvabilidade</b>	-1,0440*** (0,3475)
<b>Liquidez Imediata</b>	0,5094 (0,4053)
<b>Taxa de Câmbio</b>	14,348** (7,3092)
<b>Crédito mal-parado</b>	0,0011** (0,0005)
<b>Taxa de Inflação</b>	1,5963* (0,8310)
<b>Taxa de Juro</b>	-1,1593*** (0,3983)

<b>McFadden R-squared</b>	0,1640
<b>S.D. dependente var</b>	0,2041
<b>Akaike info criterion</b>	0,3199
<b>Schwarz criterion</b>	0,3794
<b>Hannan-Quinn criter.</b>	0,3416
<b>Log likelihood</b>	-347,17
<b>Prob (LR statistic)</b>	0,0000

Verificamos que as sociedades por quotas e as pertencentes às Secções C e F da CAE têm maior probabilidade de ver a sua reestruturação fracassar, conforme previsto pelos resultados univariados. Verificamos ainda que as empresas com atividade internacional, com maiores gastos com pessoal, maior volume de créditos fiscais e maiores MFL têm maior probabilidade de ver a sua reestruturação fracassar. Todos estes resultados aparecem de acordo com a teoria e os resultados univariados, com exceção da variável MFL, cuja explicação teórica mais lógica, seria as empresas com maiores MFL, sofrerem de menor probabilidade de ver a sua reestruturação falhar.

No que respeita aos rácios económicos, verificamos que apenas o rácio representativo da rentabilidade, o ROA, apresenta significância estatística. O rácio apresenta sinal negativo, significando que quanto maior a rentabilidade da empresa, menor a probabilidade de ver o seu plano de recuperação fracassar, conforme o esperado.

No que respeita aos rácios financeiros, encontramos significância estatística para os rácios de endividamento e solvabilidade, ambos com sinal negativo, significando que quanto maiores, menor a probabilidade de a empresa ver o seu plano fracassar. Mais uma vez, o resultado obtido para o rácio de endividamento é consistente com a ótica de que dificilmente um devedor é declarado insolvente, se lhe derem crédito suficiente ou liquidez para satisfazer as suas obrigações. Este resultado, mais que qualquer outro, vem comprovar que o financiamento adicional poderá mesmo ser o “*fator-chave*” para o sucesso do PER, ou caso não seja o “*fator-chave*”, é pelo menos um deles.

Por último, encontramos que também as variáveis macroeconómicas exercem um efeito na probabilidade de insucesso de um plano de recuperação. Especificamente, a probabilidade de insucesso de um plano de recuperação varia positivamente com taxa de câmbio, taxa de inflação e com o crédito mal-parado; e varia inversamente com a taxa de juro, contrariamente ao que esperávamos.

## 5. Conclusões

Os nossos resultados sugerem que um modelo confiável de previsão de insucesso de um plano de recuperação, com variáveis que incluem (i) características específicas ao nível da empresa, (ii) a internacionalização da empresa, (iii) variáveis contabilísticas (iv) rácios económico-financeiros, inclusive que incluem CF e ainda (v) variáveis macroeconómicas, pode ser um indicador útil do sucesso futuro de empresas que estão a emergir de dificuldades financeiras. Descobrimos que a probabilidade de insucesso de um plano de recuperação aumenta se a empresa é uma sociedade por quotas, se pertence às secções C e F da CAE, se tem atividade internacional, se tem maiores gastos com o pessoal, créditos fiscais e MFL e ainda quando a taxa de câmbio, taxa de inflação e o crédito mal-parado aumentam; e diminui com a subida da taxa de juro, da sua rentabilidade, solvabilidade e endividamento. Um dos resultados mais importantes que obtivemos diz precisamente respeito com o endividamento, sugerindo que este poderá mesmo ser o *“fator-chave”* para o sucesso do PER, conforme sugerido por Serra (2012a), ou caso não seja o *“fator-chave”*, é pelo menos um deles.

O modelo poderia ser aplicado pelo tribunal português, funcionando como o “consultor” independente, agora exigido pela revisão de junho de 2017 do CIRE, para avaliar a viabilidade económica da empresa e consequente aplicabilidade ou não do plano de recuperação às empresas que o requerem. A utilização do modelo ajudaria a garantir que os perfis das empresas que passam pelo PER não sejam mais os de empresas que acabam por ser declaradas insolventes, implementando um maior filtro nas empresas que admite ao processo. Outro uso potencial é dado aos credores da empresa, uma vez que são estes quem toma a decisão de aprovação do plano, para aferir com maior certeza a viabilidade da mesma, ou se a passagem pelo PER não será só uma perda de tempo e consequentemente recursos; bem como para potenciais novos investidores de capital, sendo o financiamento adicional considerado o fator-chave para o sucesso do PER, para avaliar a rentabilidade prevista dos seus investimentos prevista no plano de recuperação.

Os resultados da nossa investigação dos fatores que distinguem empresas em PER de empresas saudáveis, permitem ainda às empresas prever a sua entrada em PER, com um plano que seja posteriormente homologado pelo tribunal. Esta previsão surge com o intuito de permitir às empresas apresentarem-se a PER atempadamente, por forma a evitar o seu insucesso, melhorando a eficiência da lei – uma vez que, conforme já debatido na parte teórica, um dos principais motivos para o insucesso do PER, poderá ser a adesão tardia por parte das empresas. Especificamente, descobrimos que a probabilidade de uma empresa

saudável entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação de dívida aumenta com a sua dimensão, caso pertença às secções C, F, G, I, J, K da CAE, caso tenha atividade internacional, com o seu rácio CFF/Passivo não bancário, com o seu endividamento e ainda com as variáveis macroeconómicas taxa de câmbio, taxa de inflação e crédito mal-parado; e diminui caso seja uma sociedade por quotas, com os seus gastos com pessoal e MFL, com a sua rentabilidade, atividade, cobertura e liquidez.

Por último, a nossa investigação sobre os fatores que distinguem empresas em PER de empresas insolventes, através de análise estatística e da estimação de regressões logísticas, poderão ajudar os tribunais portugueses na filtragem das empresas que devem admitir aos diferentes processos e permitiu-nos aferir que fatores estão por detrás desta escolha, para além dos definidos no CIRE que, conforme já profundamente debatido, são pouco claros. Especificamente, descobrimos que a probabilidade de uma empresa em dificuldades financeiras ser diretamente filtrada por um processo de insolvência em detrimento de uma reestruturação aumenta caso pertença às secções C, F, G e H da CAE, com o seu tempo médio de pagamento, com o rácio CFO/Juros, com o seu passivo exigível a curto-prazo e ainda com as variáveis macroeconómicas taxa de câmbio, taxa de inflação e crédito mal-parado; e diminui caso tenha atividade internacional, com os gastos com o pessoal, com o seu rácio CFF/Passivo, com a sua cobertura, liquidez e solvabilidade e caso registe um endividamento superior a 70% ou, por outras palavras, uma autonomia financeira inferior a 30%. Nesta investigação, existem dois resultados muito interessantes a realçar. O primeiro diz precisamente respeito ao rácio CFF/Passivo, mais uma vez corroborando a teoria de que uma empresa dificilmente é declarada insolvente se lhe derem crédito ou liquidez suficiente para satisfazer as suas obrigações. O segundo resultado interessante tem que ver com a significância estatística da variável *dummy* por nós definida que representa o alto endividamento (superior a 0,7) e do seu impacto negativo. Isto porque, nem a variável endividamento, nem a variável autonomia financeira apresentaram significância estatística nas regressões, o que sugere que o endividamento tem um efeito limiar na probabilidade de insolvência: quando é medido como um rácio de Passivo/Ativo não apresenta qualquer impacto, mas quando é medido através de um variável *dummy* que estabelece um valor limiar para o mesmo, já passa a ter impacto. Por outro lado, o seu impacto negativo é consistente com a interpretação do impacto também negativo do rácio CFF/Passivo.

Face ao exposto, a presente investigação forneceu vários contributos para a literatura, inclusive fornecendo a primeira descrição detalhada das empresas que enveredaram por uma

reestruturação de dívida, via PER, em Portugal. Respondemos positivamente à questão de o PER permitir que empresas não viáveis continuem as suas operações (erro tipo I), através da análise do resultado pós-homologação do plano de recuperação (sucesso ou insucesso) da nossa amostra inicial de 2914 empresas que se apresentaram a PER entre 2012 e 2015. Descobrimos uma percentagem de 57,3% de empresas posteriormente declaradas insolventes e 9% que se submeteram a uma nova reestruturação, o que é revelador de uma grande ineficiência da legislação portuguesa, uma vez que o PER é concebido para revitalizar as empresas, ao invés de ser um estado intermédio para uma nova reestruturação ou declaração de insolvência. Analisamos (i) os fatores que distinguem as empresas saudáveis de empresas em PER e que são, portanto, determinantes da probabilidade de uma empresa saudável entrar em dificuldades financeiras e necessitar de uma reestruturação; (ii) os fatores que distinguem as empresas em PER de empresas insolventes e que são, portanto, determinantes da probabilidade de uma empresa em dificuldades financeiras ser diretamente filtrada por um processo de insolvência; (iii) os fatores que distinguem as reestruturações bem-sucedidas das mal-sucedidas e que são, portanto, determinantes do sucesso de um plano de recuperação. Fatores estes que incluem características específicas ao nível da empresa, variáveis contabilísticas, rácios económico-financeiros, inclusive os que incluem CF, a internacionalização e ainda variáveis macroeconómicas.

Em futuras investigações, seria interessante analisar e testar o impacto de outras variáveis. Nomeadamente, na investigação do impacto do setor de atividade/indústria, testar a variável rentabilidade operacional da indústria; calcular os rácios de rentabilidade e endividamento numa base ajustada pelo setor de atividade<sup>79</sup>, uma vez que existe suporte prévio na literatura para o uso do desempenho ajustado pela indústria na análise de empresas em dificuldades<sup>80</sup>; na investigação do impacto da internacionalização, substituir a nossa variável *dummy* pela variável exportação/vendas<sup>81</sup>; incluir nas variáveis características do processo, tais como o tribunal onde o mesmo decorre e motivo de encerramento (aprovação ou não do plano pelos credores). Seria também interessante analisar em futuras investigações, o impacto das

---

<sup>79</sup> Através da subtração aos rácios de rentabilidade e endividamento das empresas dos correspondentes rácios médios da indústria.

<sup>80</sup> (Denis e Rodgers, 2007; Hotchkiss, 1995; Kahl, 2001).

<sup>81</sup> conforme Duarte (2014).

alterações introduzidas pelo DL n.º 79/2017<sup>82</sup>, no aumento da eficiência da lei, especificamente através da diminuição da percentagem de reestruturações falhadas.

Uma outra sugestão de investigação futura, seria a modelação do aspeto dinâmico da sobrevivência das empresas reestruturadas e na investigação dos seus determinantes, pois, até onde sabemos, nunca nenhum estudo se debruçou sobre as perspetivas de sobrevivência das empresas pós-PER. Este estudo assumia particular relevância, pois tão importante como saber se um plano de recuperação será mal-sucedido, é saber quando é que é mais provável que o plano falhe.

Uma outra investigação inovadora e oportuna, seria investigar se os “desleixos legislativos” aqui evocados também permitem que recorram ao PER empresas economicamente viáveis sem dificuldades financeiras imperativas que o justifiquem, com o mero intuito de planeamento fiscal. Por outras palavras, aferir se as empresas que não foram posteriormente declaradas insolventes ou que sofreram uma nova reestruturação, após terem recorrido a este processo, se traduzem nas empresas que efetivamente recuperaram por via do PER ou, se pelo contrário, este nunca foi imperativo e foi utilizado pelas empresas como mero instrumento de planeamento fiscal. Neste estudo, seria também oportuno avaliar o impacto das introduzidas pelo DL n.º 79/2017 no aumento da eficiência da lei, mas, neste caso, nas alterações às isenções de impostos.

A nossa investigação apresenta algumas limitações, como por exemplo, o nosso período amostral ser de 2012 a 2015: muitas das empresas da nossa amostra que se apresentaram a PER em 2015, apenas viram o seu plano de recuperação ser homologado em 2016 e provavelmente ainda nem começaram a cumprir com o plano de pagamentos aos credores, previsto no plano de recuperação. Para essas empresas, onde o lapso de tempo decorrido ainda é muito curto, a sua apresentação a um segundo PER ou a sua posterior declaração de insolvência é ainda possível e quiçá provável. Uma outra limitação passa pela não inclusão de variáveis que acreditamos que possam estar relacionadas com os eventos estudados, nomeadamente a inclusão características do plano de recuperação que certamente influenciarão o sucesso do mesmo. Concretamente, tendo em conta a literatura anterior, faria sentido incluir variáveis como a proporção esperada do primeiro pagamento previsto no

---

<sup>82</sup> Nomeadamente, o requerimento adicional de a atestação por parte da empresa em como reúne as condições necessárias para a sua recuperação, ser corroborada por credores que, pelo menos, sejam titulares de 10% de créditos não subordinados e que seja subscrita, há não mais de 30 dias, por contabilista certificado ou por revisor oficial de contas, sempre que a revisão de contas seja legalmente exigida, atestando que a empresa não se encontra em situação de insolvência atual.



plano e a duração esperada do plano. A escolha da primeira variável é sugerida por Martel (2003) e Fisher e Martel (1995): eles mostram que as propostas com pagamentos antecipados têm maior probabilidade de sucesso na reorganização. A interpretação desse resultado é que os pagamentos com elevada carga inicial são um sinal da viabilidade financeira da empresa. A segunda variável reflete a incerteza em relação às projeções do plano. De facto, é mais provável concluir um plano que dure poucos anos do que um plano que dure vários anos, uma vez que o processo da sua implementação envolveria menos incerteza sobre o desempenho futuro da empresa, que pode afetar o sucesso do plano. A duração do plano também indica a gravidade do problema financeiro. Um plano curto mostra que a empresa não tem muitas dívidas ou que é capaz de pagá-las em um curto período. Em ambos os casos, é um sinal da viabilidade da empresa. Por falta de acesso aos planos de recuperação, não foi possível incluir estas variáveis no modelo. Acreditamos ainda que uma outra variável que poderia explicar a probabilidade de sucesso do plano seriam as causas que levaram a empresa aquela situação, o que é de fácil intuição, uma vez que certos problemas são de mais fácil resolução que outros. Por exemplo, uma empresa que enfrenta um problema temporário, será de muito mais fácil resolução e terá muito maiores probabilidades de recuperar do que uma empresa que enfrenta sérios problemas de estratégia.

## Apêndice

Tabela 7 – Definição das variáveis testadas

Variável Explicativa	Definição
<b>Painel A: Características Específicas da Empresa</b>	
<i>Dummy</i> Sociedade por Quotas	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa é uma Sociedade Anónima ou o valor 0 se a empresa é uma Sociedade por Quotas
Dimensão	Logaritmo do ativo total
Setor de atividade	Grupo de variáveis <i>dummy</i> em função da secção da CAE, descritas no Anexo 2
<b>Painel B: Internacionalização</b>	
Internacionalização	Variável <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa importa ou exporta ou o valor 0 se a empresa não importa nem exporta
<b>Painel C: Variáveis contabilísticas</b>	
Gastos com o Pessoal	Gastos com o pessoal
Créditos fiscais	Rubrica do passivo: estado e outros entes públicos
Meios financeiros líquidos (MFL)	Caixa + Depósitos bancários
<b>Painel D: Rácios Económicos</b>	
<b>Rentabilidade</b>	
Rentabilidade líquida do ativo	ROA = Resultado Líquido/Ativo Total
Rentabilidade operacional do ativo	Resultado antes de juros e impostos/Ativo total
Taxa de crescimento da Margem Bruta	$\frac{VN - CMVMC}{VN} \frac{n}{n-1}$
Taxa de crescimento do volume de negócios	$\frac{VN_n}{VN_{n-1}}$
Rentabilidade líquida do volume de negócios	Resultado Líquido/Volume de Negócios
Rentabilidade operacional do volume de negócios	EBITDA/Volume de Negócios
ROE	Resultado Líquido/Capital Próprio
<b>Atividade</b>	
Rotação do Ativo corrente	Volume de Negócios/Ativo corrente
Tempo Médio de Pagamento (TMP)	$TMP = [Fornecedores / (CMVMC + FSE)] * 365$
Tempo Médio de Recebimento (TMR)	$TMR = (Clientes / Volume de Negócios) * 365$
Rotação do Ativo	Volume de Negócios/Ativo total
<b>Cash-flow Operacional</b>	
CFO/Passivo	Cash-flow Operacional/Passivo total
CFO/Juros	Cash-flow Operacional/Despesas com juros
CFO/Dívida financeira corrente	Cash-flow Operacional/ (Passivo corrente + despesas com juros)
<b>Painel E: Rácios Financeiros</b>	
<b>Cash-flow Financiamento</b>	

<b>CFF/Passivo não bancário</b>	<i>Cash-flow</i> financiamento/ (Passivo Total-Financiamentos obtidos)
<b>CFF/PT</b>	<i>Cash-flow</i> financiamento /Passivo total
<b>Cobertura</b>	
<b>Ativo Corrente/Passivo corrente (AC/PC)</b>	Ativo Corrente/Passivo corrente
<b>Cobertura da dívida financeira corrente</b>	EBITDA/ (Passivo Corrente + Despesas com juros)
<b>Cobertura dos custos financeiros</b>	EBITDA/Despesas com juros
<b>Alavancagem Financeira</b>	
<b>Autonomia Financeira</b>	AF = Capital Próprio/Ativo total
<b>Endividamento</b>	Passivo total/Ativo total
<b><i>Dummy</i> alto endividamento</b>	Variável <i>dummy</i> igual 1 se o rácio de endividamento da empresa é maior que 0,7
<b>Solvabilidade</b>	Capital Próprio/Passivo Total
<b>Estrutura do Endividamento</b>	Passivo Corrente/Capital Próprio
<b>Dívida Bancária</b>	Empréstimos bancários/Capital próprio
<b>Liquidez</b>	
<b>Liquidez imediata</b>	Meios Financeiros Líquidos/Passivo Corrente
<b>Liquidez reduzida</b>	(Ativo Circulante-Inventários)/Passivo Corrente
<b>Liquidez geral</b>	Ativo Circulante/Passivo Corrente
<b>Painel F: Indicadores Macroeconómicos</b>	
<b>Taxa de Crescimento do PIB</b>	Variação percentual do PIB em relação ao ano anterior
<b>Taxa de Juro praticada nas novas operações de financiamento às empresas</b>	Taxa de juro praticada nas novas operações concedidas por instituições financeiras a sociedades residentes na zona euro, dado que esta informação é disponibilizada com uma periodicidade mensal procedemos ao cálculo da sua média anual.
<b>Taxa de variação média da Inflação</b>	Taxa de variação média do IPC - ano base 2012
<b>Tx de câmbio €/ \$</b>	Foram obtidos os dados diários e procedemos ao cálculo da média anual
<b>Crédito mal-parado</b>	Empréstimos de instituições financeiras monetárias a sociedades não financeiras - Créditos vencidos - dados mensais e procedemos ao cálculo da média anual

## Bibliografia

- Aghion, P., Hart, O., e Moore, J. (1992). The economics of bankruptcy reform. *Journal of Law, Economics and Organizations*, 8, 523-546.
- Alderson, M. J., e Betker, B. L. (1999). Assessing post-bankruptcy performance: An analysis of reorganized firms' cash flows. *Financial Management*, 68-82.
- Almeida, C. F. d. (1995). O âmbito de aplicação dos processos de recuperação da empresa e da falência: Pressupostos objetivos e subjetivos. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, 36, 383-400.
- Altman, E. I., Kant, T., e Rattanaruengyot, T. (2009). Post-Chapter 11 Bankruptcy Performance: Avoiding Chapter 22. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(3), 53-64.
- Altman, E. I., e Sabato, G. (2007). Modelling credit risk for SMEs: Evidence from the US market. *Abacus-a Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 43(3), 332-357.
- Altman, E. I., Sabato, G., e Wilson, N. (2010). The value of non-financial information in small and medium-sized enterprise risk management. *Journal of Credit Risk*, 6(2), 95-127.
- APAJ. (2011). Parecer da Associação Portuguesa de Administradores Judiciais sobre o Anteprojecto de Alteração do CIRE, de 24 de Novembro de 2011.
- Armour, J., e Deakin, S. (2000). Norms in Private Bankruptcy: The 'London Approach' to the Resolution of Financial Distress.
- ASJP. (2011). Parecer da Associação Sindical dos Juizes Portugueses sobre o Anteprojecto de Alteração do CIRE, de 24 de Novembro de 2011.
- Baird, D. G. (1993). Revisiting auctions in Chapter 11 *Journal of Law & Economics*, 36(1), 633-653.
- Bebchuk, L. A. (1998). Chapter 11. In P. Newman (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (Vol. 3, pp. 219-224).
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., e Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance*: Tata McGraw-Hill Education.
- Broadie, M., Chernov, M., e Sundaresan, S. (2007). Optimal debt and equity values in the presence of chapter 7 and chapter 11. *Journal of Finance*, 62(3), 1341-1377.
- Broude, R. (1994). Some Comments on the Challenges of Commercial Reorganization in Insolvency: Why Chapter 11? . *Current Development in International Comparative Corporate Insolvency Law*.

- Bulow, J. I., e Shoven, J. B. (1978). The bankruptcy decision. *The Bell Journal of Economics*, 437-456.
- Cabral, E. (2003). *Diário de Notícias, Suplemento de Negócios, de 8 de Novembro de 2003*.
- Casey, C., e Bartczak, N. (1985). Using operating cash flow data to predict financial distress: Some extensions. *Journal of Accounting research*, 384-401.
- Charitou, A., Neophytou, E., e Charalambous, C. (2004). Predicting corporate failure: empirical evidence for the UK. *European Accounting Review*, 13(3), 465.
- Denis, D. K., e Rodgers, K. J. (2007). Duration, outcome, and post-reorganization performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1), 101-118.
- Duarte, J. M. d. R. (2014). *Modelos de previsão de falência para PME's da indústria transformadora*. (Mestrado em Finanças e Fiscalidade), Universidade do Porto.
- Eberhart, A. C., Altman, E. I., e Aggarwal, R. (1999). The equity performance of firms emerging from bankruptcy. *The Journal of Finance*, 54(5), 1855-1868.
- Epifânio, M. d. R. (2012). O Processo Especial de Revitalização II Congresso – *Direito das Sociedades em Revista* (pp. 257-264): Edições Almedina, S.A., Coimbra, 2012.
- Epifânio, M. d. R. (2014). *Manual de direito da insolvência*.
- Fernandes, L. A. C., e Labareda, J. (2015). *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado* (Q. Juris Ed. 3 ed.).
- Ferreira, R. F. (1985). *Lições de Gestão Financeira* (L. Livraria Arnaldo, Coimbra Ed. Vol. 1).
- Fisher, T. C., e Martel, J. (2004). Empirical Estimates of Filtering Failure in Court-Supervised Reorganization. *Journal of Empirical Legal Studies*, 1(1), 143-164.
- Fisher, T. C., e Martel, J. (2009). An Empirical Analysis of the Firm's Reorganization Decision. *Finance*, 30(1), 121-149.
- Fisher, T. C. G., e Martel, J. (1995). The creditors financial reorganization decision - New evidence from canadian data. *Journal of Law Economics & Organization*, 11(1), 112-126.
- Fisher, T. C. G., e Martel, J. (1999). Should we abolish chapter 11? Evidence from Canada. *Journal of Legal Studies*, 28(1), 233-257.
- Flynn, E. (1989). *Statistical Analysis of Chapter 11*. Working Paper, Administrative Office of the United States Courts, Bankruptcy Division.
- Franks, J. R., e Torous, W. N. (1989). An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization. *The Journal of Finance*, 44(3), 747-769.
- Freire, E. C. (2013). *A eficiência da legislação de falências em Portugal-um estudo comparativo*. (Master in Finance), Universidade do Porto.

- Gentry, J. A., Newbold, P., e Whitford, D. T. (1985). Classifying bankrupt firms with funds flow components. *Journal of Accounting research*, 146-160.
- Gilson, S. C. (1997). Transactions costs and capital structure choice: Evidence from financially distressed firms. *The Journal of Finance*, 52(1), 161-196.
- Gonçalves, F. R. S. B. (2014). *O processo especial de revitalização*. (Mestre em Direito da Empresa e dos Negócios), Universidade Católica Portuguesa.
- Gupta, J., Wilson, N., Gregoriou, A., e Healy, J. (2014). The value of operating cash flow in modelling credit risk for SMEs. *Applied Financial Economics*, 24(9), 649-660.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., e Tatham, R. L. (1998). *Multivariate data analysis* (Vol. 5): Prentice hall Upper Saddle River, NJ.
- Hart, O. (2006). Different approaches to bankruptcy. *CESifo DICE Report*, 04(1), 3-8.
- Hotchkiss, E. S. (1995). Postbankruptcy performance and management turnover. *The Journal of Finance*, 50(1), 3-21.
- Jensen-Conklin, S. (1992). Do Confirmed Chapter 11 Plans Consummate-The Results of a Study and Analysis of the Law. *Com. LJ*, 97, 297.
- Kahl, M. (2001). Financial distress as a selection mechanism: Evidence from the United States.
- Kalay, A., Singhal, R., e Tashjian, E. (2007). Is chapter 11 costly? *Journal of Financial Economics*, 84(3), 772-796.
- Leitão, L. M. T. D. M. (2017). *Direito da Insolvência* (C. Almedina Ed. 7 ed.).
- Liu, J. (2004). Macroeconomic determinants of corporate failures: evidence from the UK. *Applied Economics*, 36(9), 939-945.
- LoPucki, L. M., e Whitford, W. C. (1992). Patterns in the bankruptcy reorganization of large publicly held companies. *Cornell L. Rev.*, 78, 597.
- Martel, J. (1994). *Commercial bankruptcy and financial reorganization in Canada*: Working Paper 94c-2, CIRANO.
- Martel, J. (1995). *Signaling in Financial Reorganization: Theory and Evidence from Canada*: CIRANO.
- Martel, J. (2003). The Information Content of Financial Reorganization Contracts. *Revue Finance*, 24, 143-160.
- Martins, A. d. S. (2012). *Alterações recentes ao Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas*. Livraria Almedina Estádio de Coimbra.
- Mooradian, R. M. (1994). The Effect of Bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device. *The Journal of Finance*, 49(4), 1403-1430.

- Oliveira, M. P. d. (2012). O Processo Especial de Revitalização: o novo CIRE. *Revista de Direito das Sociedades*, ano IV, nº 3, 707-726.
- Pedroso, Á. D. N. (2012). *Contextualização da morte empresarial em Portugal. A duração dos processos de insolvência*. (Mestrado em Finanças), Universidade do Porto.
- Pereira, A. M. d. C. C. (2014). *O processo especial de revitalização problemas e potencialidades*. Universidade Católica Portuguesa.
- Pereira, J. A. (2002/2003). O Sistema Judicial – entre Crise e as Reformas. *O Direito*, 87-139.
- Pereira, J. A. (2013). A revitalização económica dos devedores. *O Direito*, 9.
- Ravid, S. A., e Sundgren, S. (1998). The comparative efficiency of small-firm bankruptcies: A study of the US and Finnish bankruptcy codes. *Financial Management*, 27(4), 28.
- Santos, M. J. C. d. (2005). Algumas notas sobre os Aspectos Económicos da Insolvência da Empresa. *Direito e Justiça*, 19.
- Serra, C. (2012a). A contratualização da insolvência: hybrid procedures e pré-packs (A insolvência entre a lei e a autonomia privada) *II Congresso – Direito das Sociedades em Revista* (pp. 265-290): Almedina, S.A., Coimbra.
- Serra, C. (2012b). Emendas à (lei da insolvência) portuguesa—primeiras impressões *Direito das Sociedades em Revista* (Vol. 7, pp. 97).
- Serra, C. (2012c). *O Regime Português da Insolvência* (C. Almedina Ed. 5 ed.).
- Serra, C. (2012d). Processo Especial de Revitalização – contributos para uma rectificação. *Revista da Ordem dos Advogados*, 715.
- Serra, C. (2013). Revitalização—A designação e o misterioso objecto designado. O processo homónimo (PER) e as suas ligações com a insolvência (situação e processo) e com o SIREVE. In C. Almedina (Ed.), *I Congresso de Direito da Insolvência* (pp. 85-106).
- Silva, R. D. d. (2012). O Processo Especial de Revitalização. In L. Edições Esgotadas (Ed.), (pp. 178).
- Succurro, M. (2017). Financial Bankruptcy across European Countries. *International Journal of Economics and Finance*, 9(7), 132.
- Topaloglu, Z. (2010). A Multi-period Logistic Model of Bankruptcies in the Manufacturing Industry. *International Journal of Finance and Accounting*, 1(3), 28-37.
- Triantis, G. G. (1997). The interplay of liquidation and reorganization in the bankruptcy systems of Canada and the United States: The role of screens, gatekeepers, and guillotines. *Economic dimensions in international law: comparative and empirical perspectives*, 449.

- Vasconcelos, L. M. P. d. (2013). Modificaciones recientes en el derecho concursal portugués. *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*(18), 437-443.
- Wadhvani, S. B. (1986). Inflation, bankruptcy, default premia and the stock market. *The Economic Journal*, 96(381), 120-138.
- White, M. (1984). Bankruptcy liquidation and reorganization: Handbook of modern finance. *Warren, Gorham and Lamont, Boston, MA*.
- White, M. J. (1981). *Economics of bankruptcy: liquidation and reorganization*. Salomon Brother Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business Administration. New York University.
- White, M. J. (1989). The corporate bankruptcy decision. *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), 129-151.
- White, M. J. (1994a). Corporate bankruptcy as a filtering device: Chapter 11 reorganizations and out-of-court debt restructurings. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 268-295.
- White, M. J. (1994b). Does Chapter 11 save economically inefficient firms? *Washington University Law Quarterly*, 72, 1319-1340.

### **Decretos-Lei e Leis:**

- Código de Insolvência e de Recuperação de Empresas, [acedido em 30 de Setembro de 2017], Disponível em: [http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=85&tabela=leis](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=85&tabela=leis)
- U.S. Bankruptcy Code, [acedido em 28 de Janeiro de 2018], Disponível em: <https://law.abi.org/code>
- Insolvency Act 1986, [acedido em 28 de Janeiro de 2018], Disponível em: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45>
- Decreto-Lei n.º 53/2004. Diário da República n.º 66/2004, Série I-A de 2004-03-18, 1402-1465 [acedido em 28 de Janeiro de 2018], Disponível em: [http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=85&tabela=leis](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=85&tabela=leis)
- Código das Sociedades Comerciais, [acedido em 19 de Novembro de 2017], Disponível em: [http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=524&tabela=leis](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=524&tabela=leis)



Código de Procedimento e de Processo Tributário, [acedido em 15 de Janeiro de 2018], Disponível em:

[http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=256&tabela=leis](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=256&tabela=leis)

Código dos Regimes Contributivos do Sistema Previdencial de Segurança Social, [acedido em 15 de Janeiro de 2018], Disponível em: [http://www.seg-social.pt/documents/10152/15009350/C%C3%B3digo\\_Contributivo/1e56fad5-0e2a-42c2-b94c-194c4aa64f74](http://www.seg-social.pt/documents/10152/15009350/C%C3%B3digo_Contributivo/1e56fad5-0e2a-42c2-b94c-194c4aa64f74)

Decreto-Lei n.º 79/2017. Diário da República n.º 125/2017, Série I de 2017-06-30, 3299-3314 [acedido em 28 de Janeiro de 2018], Disponível em: <https://dre.pt/application/conteudo/107596684>

Decreto-Lei n.º 178/2012. Diário da República n.º 150/2012, Série I de 2012-08-03, 4082-4086 [acedido em 28 de Janeiro de 2018], Disponível em: [http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=1866&tabela=leis](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1866&tabela=leis)

## Anexo 1

### Insolvências e Processos Especiais de Revitalização - Evolução

<b>Insolvências Empresas</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
	6 277	5 660	4 551	4 357	3 343	2 716
<b>Insolvências Singulares</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
	12 516	13 252	12 819	12 328	11 433	10 803
<b>PER Empresas</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
	363	1 007	893	1 000	788	480
<b>PER Singulares</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
	90	555	1 166	1 593	635	644

Fonte: Infotrust – Informação para negócios, Lda.

## Anexo 2

### Secções da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE)

Secção	Designação
A	Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca
B	Indústrias extrativas
C	Indústrias transformadoras
D	Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio
E	Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição
F	Construção
G	Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos
H	Transportes e armazenagem
I	Alojamento, restauração e similares
J	Atividades de informação e de comunicação
K	Atividades financeiras e de seguros
L	Atividades imobiliárias
M	Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares
N	Atividades administrativas e dos serviços de apoio
O	Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória
P	Educação
Q	Atividades de saúde humana e apoio social
R	Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas
S	Outras atividades de serviços
T	Atividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico e atividades de produção das famílias para uso próprio
U	Atividades dos organismos internacionais e outras instituições extraterritoriais

Fonte: INE, consulta disponível em [https://www.ine.pt/ine\\_novidades/semin/cae/CAE\\_REV\\_3.pdf](https://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf)